

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

DÉCEMBRE 2007

**168**



# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■ La notation au cœur du fonctionnement des marchés	
<b>ACTUALITÉ</b>	■ Sommaire	I
	■ Focus : Innovations financières et efficacité de la politique monétaire	2
<b>ÉTUDES</b>	■ Sommaire	21
	■ <b>Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006</b>	23
	■ Alain TOURNIER et Catherine GOUTEROUX	
	■ <i>Soutenue jusqu'au premier semestre 2007 par un environnement extrêmement favorable, la tendance à la progression des résultats des grandes banques internationales a connu un coup d'arrêt avec les turbulences financières de cet été, dont les conséquences à moyen/long terme sur la rentabilité du secteur restent à surveiller.</i>	
	■ <b>Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen</b>	33
	■ Françoise MAGNAN-MARIONNET, Pascale CONTAMINE et Philippe BONZOM	
	■ <i>Au moment où la France, soutenue par l'Italie et l'Espagne, propose la création d'une Union pour la Méditerranée, le bilan économique et financier des douze années du partenariat de Barcelone entre l'Union européenne et les pays du pourtour méditerranéen reste mitigé.</i>	
	■ <b>Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique?</b>	53
	■ Carine BOUTHEVILLAIN et Christophe SCHALCK	
	■ <i>L'emploi croissant des indicateurs budgétaires – sur la situation, l'orientation et la soutenabilité des finances publiques – dans la conduite de la politique économique réclame un éclaircissement sur leurs usages et leurs limites.</i>	
	■ <b>L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro</b>	69
	■ Michel BOUTILLIER, Dominique NIVAT et Vichett OUNG	
	■ <i>Les entrées de capitaux liées aux investissements de portefeuille des non-résidents en titres de la zone euro ont contribué pour près de la moitié à l'accélération de l'agrégat M3 entre septembre 2006 et septembre 2007.</i>	
	■ <b>Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006</b>	77
	■ <i>Les délais de paiement se sont raccourcis depuis 1990, mais ont peu évolué en 2006. Le secteur des transports a connu une forte baisse de ses délais de paiement suite à la modification de la loi Gayssot en janvier 2006.</i>	
	■ <b>Le coût du crédit aux entreprises</b>	89
	■ <i>De juillet à octobre 2007, la remontée des taux engagée depuis la fin 2005 s'est poursuivie, de façon atténuée, pour la plupart des crédits aux entreprises suivis dans l'enquête.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■ Sommaire	SI
<b>DIVERS</b>	■ Abréviations	I
	■ Documents publiés	III
	■ Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 106 d'octobre 2007	XIII
	■ Coupon-abonnement	XV

Achévé de rédiger le 18 février 2008

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



## La notation au cœur du fonctionnement des marchés

Les agences de notation sont sur la sellette. Comme lors de la crise asiatique de 1997, la crise financière actuelle a déclenché de nombreuses critiques à leur encontre, notamment de la part d'investisseurs déçus de la très médiocre performance de certains actifs financiers qui disposaient pourtant des meilleures notations. Les autorités publiques se penchent sur leur rôle ; l'Organisation internationale des commissions de valeurs<sup>1</sup> devrait évaluer, d'ici mai prochain, la conduite des agences de notation sur les « *subprime* »<sup>2</sup> américains ; le G7 a demandé au Forum de stabilité financière<sup>3</sup> de faire des propositions pour renforcer les principaux systèmes financiers ; les modalités d'intervention des agences de notation seront naturellement intégrées dans les analyses qu'il présentera en avril.

Dans cette perspective, il est utile de rappeler le rôle essentiel des agences avant de souligner les malentendus qui entourent leurs notations et d'esquisser quelques pistes d'amélioration.

Une des fonctions essentielles des marchés est de traiter en continu toute l'information disponible pour permettre de dégager un prix aux divers actifs financiers. Or tous les agents économiques n'ont pas la même capacité d'analyse du flot d'information disponible. Les banques peuvent s'appuyer sur la connaissance rapprochée qu'elles ont de leur clientèle pour bien mesurer les risques qu'elles prennent en leur accordant des prêts. En revanche les investisseurs sur les marchés n'ont généralement pas la capacité à effectuer une analyse détaillée et actualisée du risque de crédit et sont d'autant moins enclins à engager les frais importants de traitement des informations nécessaires à la mesure de ce risque que des professionnels, en l'occurrence les agences de notation, sont censés s'en charger et assurer ainsi l'efficacité du marché.

La notation des agences permet en effet aux investisseurs de disposer collectivement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de défaillance d'un émetteur. La notation accompagne donc le développement de grands marchés liquides, profonds et internationaux. Elle est une condition et un support du bon fonctionnement de ces marchés comme l'a montré l'essor du marché de la titrisation. Avec le développement des produits structurés, la notation fait même partie intégrante de leur conception. Les agences fournissent aux banques qui créent ces produits structurés leurs méthodes et leurs modèles pour évaluer le risque de défaillance et elles imposent les autres caractéristiques auxquelles doivent satisfaire les véhicules de titrisation pour pouvoir émettre des titres bénéficiant des meilleures notations. De simples intermédiaires les agences de notation sont ainsi devenues des quasi-régulateurs de la titrisation et des produits structurés alors même qu'elles pouvaient être sujettes à des conflits d'intérêt entre les émetteurs, leurs clients, qui supportent le coût de cette notation, et les investisseurs, utilisateurs des notations.

<sup>1</sup> Le groupe de l'OICV chargé de conduire cette analyse est dirigé par M. Prada, président de l'Autorité des Marchés Financiers. L'AMF vient d'ailleurs de publier son rapport annuel sur les agences de notation.

<sup>2</sup> Les « *subprime* » sont des crédits immobiliers aux emprunteurs américains les plus risqués. Ce sont principalement les crédits à taux variable qui, distribués de façon laxiste ces dernières années, occasionnent aujourd'hui des pertes très supérieures aux estimations initiales.

<sup>3</sup> Le Forum de stabilité financière a été créé par les pays du G7 en 1999 et réunit deux fois par an les ministères des Finances, les banques centrales, les contrôleurs du secteur financier et les Institutions financières internationales pour examiner les risques qui pèsent sur la stabilité financière mondiale.

## Focus

Innovations financières et efficacité de la politique monétaire	2
---	---

<b>Faits saillants</b>	4
------------------------	---

<b>1  La situation économique de la France</b>	5
--	---

1 1 La croissance et les prix	5
-------------------------------	---

1 2 La balance des paiements	9
------------------------------	---

<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	11
--	----

2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	11
--	----

2 2 L'endettement intérieur total – France	12
--	----

2 3 L'endettement sur les marchés	12
-----------------------------------	----

2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	12
---	----

2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	13
--	----

2 6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM	13
--	----

<b>3  Les marchés de capitaux</b>	15
-----------------------------------	----

3 1 Les marchés de change et de matières premières	15
--	----

3 2 Les marchés de taux d'intérêt	16
-----------------------------------	----

3 3 Les marchés boursiers	18
---------------------------	----

### ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro	6
---	---

2 Compétitivité de l'économie française	7
---	---

3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en novembre 2007	14
---	----

4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	19
---	----

Document rédigé sur la base des données disponibles le 18 février 2008

## Focus

### Innovations financières et efficacité de la politique monétaire

Les multiples innovations financières de ces dernières années ont modifié en profondeur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, c'est-à-dire les mécanismes par lesquels une décision de politique monétaire, en affectant le comportement des agents économiques, agit sur la croissance et les prix.

Alors même qu'elles ont par bien des aspects rendu l'économie plus réactive aux décisions de politique monétaire car plus sensible aux modifications de taux d'intérêt, elles ont introduit ou accentué le caractère non linéaire et asymétrique de ces réactions et au final les ont rendues plus incertaines.

- Les innovations financières elles-mêmes, comme toutes les innovations, relèvent d'un processus non linéaire. Elles constituent des chocs pour l'économie et peuvent ainsi se traduire par des changements structurels qui ne sont pas simples à anticiper où même à détecter et à mesurer en temps réel. Ainsi, l'introduction des CDS (*credit default swaps*), sans doute une des innovations les plus importantes de ces dernières années, a entraîné un saut dans l'offre de crédit ; pour une situation économique donnée, l'offre de crédit est en effet plus importante si, comme c'est le cas avec les CDS, on peut assurer de façon simple une meilleure gestion du risque de défaillance *via* sa répartition entre les agents économiques les mieux à même de le porter.
- Au-delà de ces chocs ponctuels, il est très largement admis que les innovations financières, parce qu'elles ont nourri un vaste mouvement de désintermédiation en favorisant les financements de marché, ont à la fois singulièrement affaibli les transmissions des décisions de politique monétaire *via* le canal des banques mais sensiblement accru l'incidence directe des modifications de taux. L'offre de crédit des banques serait en effet moins affectée par des modifications des taux de la banque centrale dans un modèle de financement fondé largement sur la titrisation et où la structure du bilan des banques, leur base de capital ou leur base de ressources clientèle ne déterminent plus leur offre de crédit. À l'inverse les innovations financières auraient accéléré la transmission directe sur les emprunteurs et prêteurs finaux des modifications de taux d'intérêt.
- C'est très largement vrai, mais cela a entraîné une modification de la nature même de ce canal des taux d'intérêt :
  - les innovations financières facilitent en effet la prise de risque ; un nombre plus élevé d'agents économiques peut désormais prendre des risques d'ampleur plus importante. Or la prise de risque ne varie pas de façon linéaire avec le niveau des taux d'intérêt ; dans des périodes prolongées de bas taux d'intérêt, les agents économiques et tout particulièrement les banques et autres intermédiaires financiers recherchent des surcroîts de rendement et sont enclins à accroître les risques pris. Cela se traduit par une réduction des primes de risque et donc, dans une certaine mesure, par une efficacité accrue du canal des taux d'intérêt dans la transmission des décisions de politique monétaire. Mais *in fine* cela favorise la formation de bulles et de déséquilibres qui conduisent à des régularisations douloureuses ;
  - ces épisodes de bulles ont introduit une incertitude dans l'efficacité exacte du canal des taux d'intérêt. Lorsque la bulle éclate, avec la réintermédiation, tous les canaux bancaires habituels redeviennent déterminants ; la capacité des banques à se financer et le niveau de leurs fonds propres vont alors conditionner la transmission à l'économie des impulsions données par la politique monétaire.
- La portée des innovations financières a été singulièrement renforcée par les modifications de méthodes comptables et la généralisation de la comptabilisation en prix de marché. Cela a accru "l'accélérateur

financier", ce mécanisme par lequel le niveau du prix des actifs influence le niveau du crédit puis, par voie de conséquence, l'économie réelle laquelle influence en retour la valeur des actifs. Cette spirale peut fonctionner à la hausse ou, comme nous le voyons aujourd'hui, à la baisse. Cela peut engendrer des ruptures dans le fonctionnement du système financier que la valorisation au prix de marché amplifie de façon considérable.

- On a coutume de se référer à cette dynamique en la qualifiant de procyclique ; mais c'est bien plus que cela. Comme le montrent les événements actuels il s'agit d'une aggravation des incertitudes et, au total, d'un questionnement sur la solidité du système financier car une fragilité du capital des banques serait à la fois une menace pour l'ensemble de l'économie et un handicap pour une mise en œuvre efficace de la politique monétaire. Il peut également conduire à des réactions monétaires plus fortes que ce qui serait nécessaire autrement comme en témoigne la récente décision du Système fédéral de réserve.

Quelles sont les conséquences de tout cela pour la stratégie de politique monétaire ? Les deux piliers sur lesquels repose l'analyse de l'Eurosystème sont précieux et le pilier monétaire prend une importance toute spécifique :

- on ne peut interpréter de façon mécanique l'évolution des agrégats monétaires puisque, comme nous l'avons vu, ils sont affectés par de nombreux facteurs sans rapport avec la politique monétaire mais, au-delà des agrégats de monnaie, ce sont les crédits qu'il faut suivre de près ;
- au-delà même des crédits, c'est l'ensemble des indicateurs de financement des ménages et des sociétés non financières, couvrant à la fois les banques et les non-banques, les crédits et les titres, les encours, les flux et les taux qu'il faut considérer.

Les banques centrales doivent enfin porter une attention toute particulière aux règles prudentielles et comptables afin qu'elles réduisent et non accroissent le dilemme existant entre la recherche de la stabilité des prix et celle de la stabilité financière.



## Faits saillants

### La situation économique de la France

- En novembre, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 105, après 108 en octobre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,5 % au quatrième trimestre. La croissance en moyenne annuelle pour 2007 serait de + 1,9 %.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de + 2,6 % en novembre en glissement annuel, contre + 2,1 % en octobre.
- L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 1,9 % en octobre, après - 1,4 % en septembre (données cvs-cjo).

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la croissance annuelle de l'agrégat M3 s'est renforcée en octobre (12,3 %, après 11,3 %) en raison de l'accélération de ses différentes composantes, et notamment des dépôts monétaires inclus dans M2 - M1 (17,0 %, après 15,4 %) et des instruments négociables inclus dans M3 - M2 (18,9 %, après 17,9 %). S'agissant des contreparties de M3, la contribution de l'extérieur à la croissance de l'agrégat a diminué (2,6 points de taux de croissance de M3, après 2,7 en septembre). En revanche, la croissance annuelle des concours au secteur privé s'est nettement renforcée (12,2 %, après 11,6 %), alors que la contraction des concours aux APU s'est quelque peu atténuée (- 4,1 %, après - 4,3 %).
- En France, la croissance des crédits au secteur privé s'est modérée (13,0 %, après 13,7 %) du fait principalement du ralentissement des crédits au secteur financier (30,7 %, après 39,6 %) et, dans une moindre mesure, des crédits aux sociétés non financières (12,3 %, après 12,6 %). Le taux de croissance des crédits aux ménages a en revanche très légèrement augmenté (11,0 %, après 10,8 %).

### Les marchés de capitaux

En novembre, les marchés de capitaux ont été dominés par la résurgence des inquiétudes quant à l'estimation des pertes liées aux crédits *subprime* américains et à leur impact sur la croissance américaine. Ont été principalement observés en conséquence :

- une nette baisse des rendements obligataires dans un mouvement de pentification ;
- une détente des taux monétaires anticipés et, dans le même temps, une augmentation des primes de risque sur les prêts interbancaires au comptant ;
- un élargissement des primes de crédit sur les obligations privées et souveraines émergentes ;
- une baisse des principaux indices boursiers ;
- une réappréciation du yen contre la plupart des devises dans un contexte de dénouement partiel des *carry trades*.

## I | La situation économique de la France

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

L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 1,9 % en octobre (et de 2,7 % pour les trois derniers mois rapportés aux trois mêmes mois de l'année précédente), après - 1,4 % en septembre, du fait de l'augmentation de la plupart des composantes, notamment de l'industrie automobile (+ 6,9 %, après - 4,0 % en septembre) et des biens intermédiaires (+ 1,9 %, après - 0,9 % en septembre).

L'indicateur synthétique de l'enquête INSEE dans l'industrie s'établit à 110 en décembre, comme en novembre et après 108 en octobre. Cette bonne tenue de l'enquête INSEE contraste avec le fléchissement de l'activité perçue dans l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, où l'indicateur du climat des affaires s'est abaissé à 105 en novembre après 108 en octobre. Le taux d'utilisation des capacités s'est replié mais reste au-dessus de sa moyenne de longue période. Le courant de commandes nouvelles s'est maintenu, grâce à la progression de la demande étrangère notamment. Les chefs d'entreprise de services marchands indiquent toutefois que la croissance de l'activité s'est poursuivie en novembre, quoique à un rythme plus modéré en raison d'un ralentissement de la progression de la demande et de l'incidence des grèves. Ils anticipent par ailleurs une poursuite de la croissance de l'activité dans les prochains mois.

L'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est en hausse en décembre (à 53,8, après 52,5 en novembre). Dans les services, il est cependant en baisse, à 58,9 après 59,2 en novembre.

En décembre, l'indicateur de confiance des ménages baisse de 1 point et s'établit à - 29. Tous les soldes composant l'indicateur résumé (en données cvs) se replient.

Au mois de novembre, les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés baissent de 0,1 %, après - 1,0 % en octobre, révisé de + 0,1 point. L'acquis de croissance pour le quatrième trimestre à fin novembre s'établit à - 1,1 %, après une hausse de + 1,9 % sur l'ensemble du troisième trimestre.

Après plusieurs mois de progression, le nombre de logements mis en chantier a reculé très sensiblement en novembre (- 18,0 % par rapport à octobre 2007).

Les immatriculations de voitures particulières neuves augmentent de 10,7 % par rapport à novembre 2007 en données cvs-cjo.

L'emploi salarié des secteurs principalement marchands a augmenté de 0,4 % en variation trimestrielle au troisième trimestre, comme au deuxième trimestre, portant la croissance en glissement annuel à + 1,7 %. Dans l'industrie, la baisse des effectifs se poursuit ce trimestre (- 0,4 %, après - 0,3 % au deuxième trimestre).

Le déficit du commerce extérieur s'est légèrement creusé en octobre, s'établissant à - 3,6 milliards d'euros (données cvs-cjo), après - 3,2 milliards en septembre, du fait d'une stabilisation des exportations (34,1 milliards d'euros en octobre contre 34,0 milliards en septembre) et d'une hausse de 1,3 % des importations, en lien avec la forte augmentation des achats de produits pétroliers (+ 15 % sur le mois). Sur les trois derniers mois, le solde commercial cumulé se détériore en octobre, à - 9,6 milliards contre - 6,6 milliards sur la même période de l'année précédente. Le solde hors énergie ressort à 0,3 milliard d'euros en octobre, contre 0,7 milliard le mois précédent. Sur les trois derniers mois cumulés, l'excédent hors énergie est de 1,6 milliard d'euros contre 4,2 sur la même période de l'année précédente.

Au troisième trimestre, le taux de chômage s'élève à 7,9 % de la population active en France métropolitaine et à 8,3 % en y incluant les DOM.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au quatrième trimestre 2007 ; sa progression en moyenne annuelle pour 2007 serait de 1,9 %.

### L'inflation au plus haut depuis trois ans

En novembre, l'indice du prix des matières premières hors énergie importées par la France a reculé de 4,5 % sur le mois, essentiellement en raison de l'appréciation de la monnaie européenne vis-à-vis du dollar (+ 3,2 %).

Le cours du *brent* en dollar a connu une hausse en novembre de 11,5 %, après 7,7 % en octobre, portant son évolution en glissement annuel à + 57,6 %.

En novembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de 0,6 %, après + 0,3 % en octobre, portant la croissance en glissement annuel à + 2,6 %, après + 2,1 % en octobre.

## ENCADRÉ I

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

## États-Unis

- Réunion FOMC du 11 décembre 2007 : le taux des **fonds fédéraux** baisse de 0,25 points, à 4,25 %
- Pas de révision du **PIB** au troisième trimestre 2007 en estimation finale : + 4,9 % en variation trimestrielle annualisée, après + 3,8 % au deuxième trimestre 2007
- Légère baisse de l'**indice PMI manufacturier** en novembre (50,8, après 50,9 en octobre) et baisse de l'**ISM non manufacturier** en novembre (54,1, après 55,8 en octobre)
- Hausse des **ventes au détail** en valeur en novembre (cvs) : + 1,2 % en variation mensuelle (+ 0,2 % en octobre) et + 6,3 % en glissement annuel (+ 5,0 % en octobre)
- Poursuite d'une baisse soutenue des **permis de construire** en octobre (- 25,0 % sur un an, après - 23,8 %), des **misés en chantier** (- 16,4 %, après - 30,7 %), des **ventes de logements neufs** (- 23,5 %, après - 28,7 %) et des **ventes de logements anciens** (- 20,7 %, après - 19,3 %)
- Hausse de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel du déflateur des dépenses de consommation en novembre : + 3,6 %, après + 3,0 % en octobre. Légère hausse de l'inflation sous-jacente à 2,2 %, après 2,0 % en octobre
- Révision à la hausse de la **productivité horaire** au troisième trimestre 2007 (cvs) : + 6,3 % en variation trimestrielle annualisée, contre + 4,9 % en première estimation et, après + 2,2 % au trimestre précédent. Révision à la baisse des coûts unitaires du travail en glissement annuel : + 3,0 % au troisième trimestre, contre + 4,3 % en première estimation et, après + 4,2 % au second trimestre
- Stabilité du **taux de chômage** en novembre à 4,7 %
- Baisse du **déficit courant** au troisième trimestre 2007 : 178,5 milliards de dollars, après 188,9 milliards au second trimestre, soit 5,1 points de PIB, après 5,5 points au second trimestre
- Déficit de la **balance des biens et services** en octobre : 57,8 milliards de dollars, après 57,1 milliards en septembre

## Japon

- Révision à la baisse du **PIB** au troisième trimestre 2007 (prix constants, cvs) : + 0,4 % en variation trimestrielle, contre + 0,6 % en précédente estimation et, après - 0,5 % au deuxième trimestre 2007 (- 0,4 % en précédente estimation)
- **Indice des prix à la consommation** en novembre (données brutes) : + 0,6 % sur un an, après + 0,3 % en octobre
- Ralentissement des dépenses de **consommation des ménages** en novembre (volume) : - 0,6 % sur un an, après + 0,6 % en octobre. Variation mensuelle : - 1,0 %, après + 0,1 % en octobre
- Hausse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** (cvs) en décembre 2007 : 52,3, contre 50,8 en novembre
- L'**indicateur du climat des affaires** de l'enquête TANKAN (pour toutes les entreprises, solde net d'opinions favorables) s'est détérioré au quatrième trimestre 2007 : + 2, après + 4 au troisième trimestre 2007. La prévision pour le premier trimestre 2008 est à la baisse (- 2)
- **Rémunération nominale des salariés par tête** en octobre : + 0,0 % sur un an, après - 0,6 % en septembre
- **Excédent commercial** en novembre (données brutes des douanes en valeur) : + 797,4 milliards de yens, soit 4,80 milliards d'euros, contre + 908,0 milliards de yens en novembre 2006, soit 6,08 milliards d'euros

## Royaume-Uni

- **PIB** au troisième trimestre 2007 (chiffre définitif) : + 0,7 % en variation trimestrielle, après + 0,8 % au deuxième trimestre, soit 3,3 % en glissement annuel (3,2 % au deuxième trimestre)
- **Inflation** mesurée par le glissement annuel de l'IPCH : + 2,1 % en novembre comme en octobre
- **Taux de chômage** août-octobre : 5,3 %, contre 5,4 % de mai à juillet
- **Déficit commercial** en octobre : 7,1 milliards de livres, contre 8 milliards de livres en septembre

## 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
- Hausse de 0,4 % de la **production industrielle** en octobre, après - 0,8 % en septembre (revu de - 0,1 point), soit un glissement annuel de + 3,8 %, contre + 3,3 % en septembre (revu de + 0,2 point)
- Augmentation des **prix à la production industrielle** de 0,8 % en novembre, après + 0,7 % en octobre (revu de + 0,1 point), soit + 4,1 % en glissement annuel, contre + 3,3 % en octobre
- Diminution du volume des **ventes du commerce de détail** de 0,7 % en octobre, après une hausse de 0,2 % au cours du mois de septembre (revu de - 0,1 point) ; le glissement annuel s'établit à + 0,2 % en octobre, après + 1,5 % en septembre (revu de - 0,1 point)
- **Taux de chômage** à 7,2 % en novembre, comme en octobre. Baisse de - 0,7 point sur un an
- Baisse des **indices PMI** du mois de décembre : 52,6 dans le secteur manufacturier (52,8 en novembre) et 53,1 dans les services (54,1 en novembre)
- Glissement annuel de l'**indice des prix à la consommation harmonisé** (IPCH) estimé à + 3,1 % en décembre, comme en novembre
- En octobre, solde excédentaire du **commerce extérieur** de 6,1 milliards d'euros (en données brutes en valeur), après + 2,4 milliards en octobre 2006. Sur la période janvier-octobre 2007, l'excédent atteint 30,3 milliards d'euros, contre un déficit de 20,15 milliards sur la même période de 2006

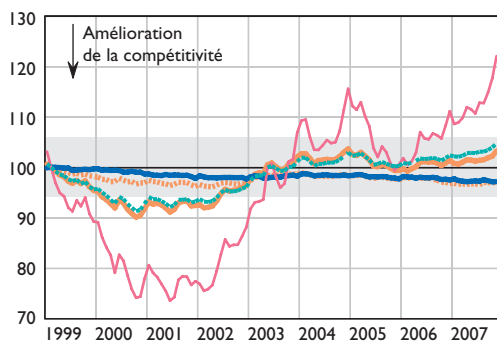
ENCADRÉ 2

### Compétitivité de l'économie française

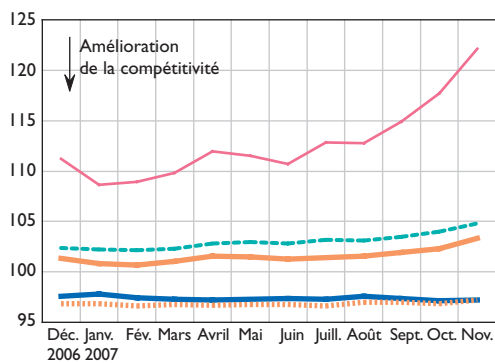
#### Mesurée par les prix à la consommation

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

... depuis 1999



... sur un an

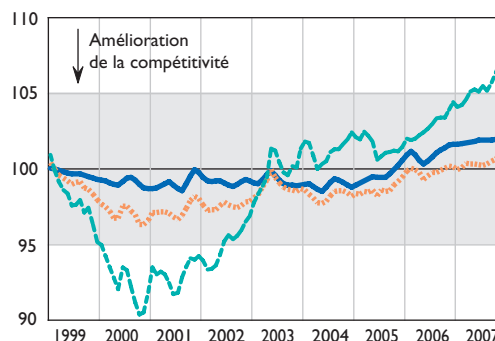


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- - - Vis-à-vis des pays industrialisés
- ..... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

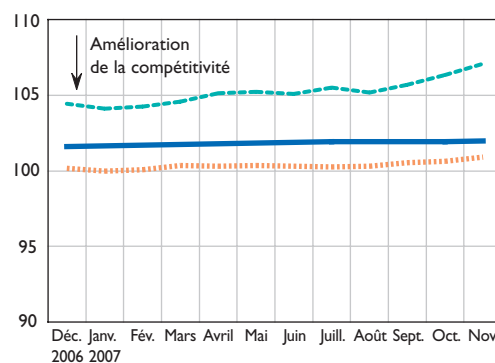
#### Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

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

... depuis 1999



... sur un an



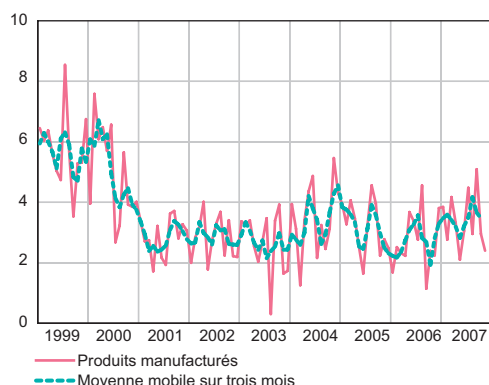
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- ..... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- - - Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

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

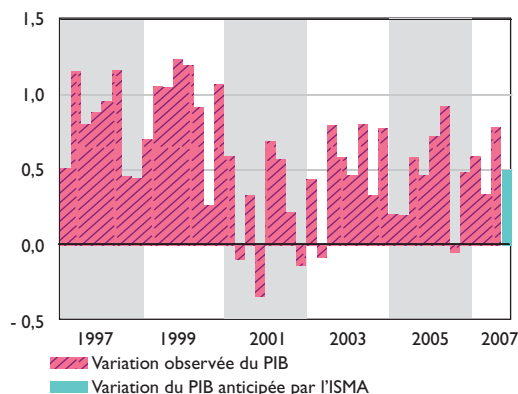
#### Consommation des ménages en produits manufacturés

(glissement annuel, en %)



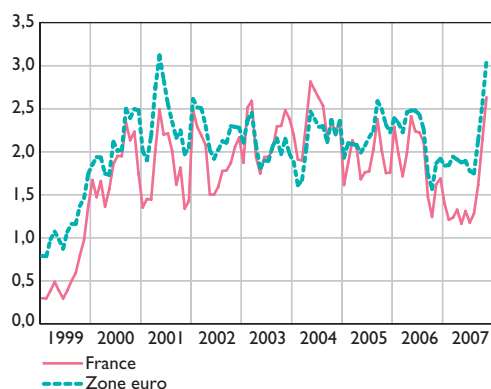
#### ISMA et PIB

(variation trimestrielle cvs-cjo, en %)



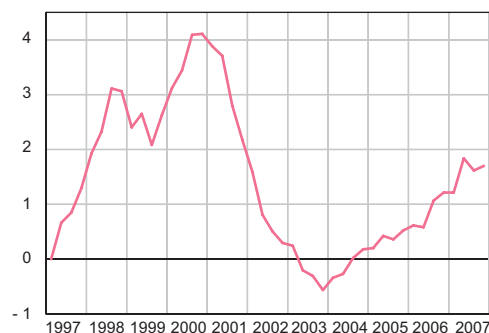
#### Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



#### Effectifs salariés dans le secteur marchand

(glissement annuel, en %)



#### Le PIB et ses composantes

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

(variations trimestrielles en %)

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

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 28 décembre 2007 (premiers résultats du troisième trimestre 2007)

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en octobre 2007

Le solde des *transactions courantes* s'établit à - 2,7 milliards, en recul de 0,4 milliard par rapport au mois de septembre 2007. Cette dégradation provient d'un repli du solde des revenus (- 0,3 milliard) qui atteint 2,2 milliards. Les autres soldes restent stables : - 3,6 milliards pour les biens, 0,6 milliard pour les services et -1,8 milliard pour les transferts courants.

Au sein du *compte financier*, les investissements directs se traduisent par des sorties nettes de 2,6 milliards, montant identique à celui enregistré le mois précédent. Les investissements directs, tant entrants que sortants, marquent un recul d'environ 6 milliards, lié au repli des prêts intra-groupe. Il reste que, sur les 12 derniers mois, les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France affichent une forte progression par rapport à 2006 (respectivement + 59% et + 46 %).

Les *investissements de portefeuille* présentent un solde proche de l'équilibre (- 0,9 milliard). Les résidents

acquièrent des titres étrangers à hauteur de 12,3 milliards, notamment sur les compartiments obligataires et du marché monétaire (achats nets respectifs de 7,8 et de 6,8 milliards) tandis qu'ils cèdent 6,1 milliards d'actions. Pour leur part, les non-résidents reviennent sur le marché français, mettant ainsi fin au mouvement de ventes enregistré en août et en septembre. Ils se portent acquéreurs de 11,4 milliards de titres français, dont 5,6 milliards de titres obligataires. Sur les 12 derniers mois, les résidents ont acheté moitié moins de titres étrangers qu'en 2006 (136 milliards à octobre contre 270 milliards) et sont même vendeurs d'actions et de titres d'OPCVM (ventes nettes de 12,2 milliards à octobre au lieu d'achats nets de 48,3 milliards à fin 2006). Sur la même période, les non-résidents ont également réduit leurs acquisitions de titres français de 45 milliards, essentiellement sur le compartiment obligataire.

Les « *autres investissements* » se soldent par des sorties nettes de 28,4 milliards, faisant suite à des entrées nettes de 24,2 milliards en septembre. Ce retournement tient essentiellement aux IFM, qui affichent une forte progression de leurs avoirs nets, notamment vis-à-vis de contreparties 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)	Octobre 2007 (c)	Octobre 2006 (b)	Octobre 2007 (c)	Août 2007 (c)	Sept. 2007 (c)	Octobre 2007 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>- 15,7</b>	<b>- 22,5</b>	<b>- 20,0</b>	<b>- 6,9</b>	<b>- 6,7</b>	<b>- 1,7</b>	<b>- 2,3</b>	<b>- 2,7</b>
Biens	- 23,0	- 30,0	- 33,4	- 7,4	- 10,0	- 2,8	- 3,6	- 3,6
Services	10,6	8,3	7,4	1,3	1,3	0,1	0,6	0,6
Revenus	18,7	21,0	28,1	4,6	7,5	2,8	2,5	2,2
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 22,1	- 5,4	- 5,5	- 1,8	- 1,8	- 1,8
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>- 0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 10,5</b>	<b>63,9</b>	<b>41,2</b>	<b>5,1</b>	<b>- 10,7</b>	<b>3,1</b>	<b>18,2</b>	<b>- 31,9</b>
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 51,6	- 10,0	- 8,2	- 3,1	- 2,6	- 2,6
- Français à l'étranger	- 97,3	- 91,7	- 146,0	- 24,6	- 34,8	- 7,9	- 16,3	- 10,6
- Étrangers en France	65,2	64,6	94,4	14,6	26,5	4,8	13,8	8,0
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	30,0	- 17,2	- 22,9	- 21,6	- 0,4	- 0,9
- Avoirs	- 194,5	- 270,5	- 135,9	- 72,9	- 20,8	- 13,3	4,8	- 12,3
- dont actions et titres d'OPCVM	- 42,9	- 48,3	12,2	- 20,5	- 12,6	- 11,8	- 3,0	2,2
- Engagements	180,8	211,0	165,9	55,7	- 2,1	- 8,4	- 5,2	11,4
- dont actions et titres d'OPCVM	52,6	58,8	46,3	7,9	- 1,4	- 3,9	- 0,4	3,0
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 4,9	0,7	0,5	2,1	- 2,6	1,0
Autres investissements	23,0	155,9	74,8	35,5	22,8	27,0	24,2	- 28,4
- dont IFM	- 2,3	135,6	45,2	32,9	- 4,6	4,8	24,4	- 33,9
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 7,1	- 3,8	- 2,9	- 1,3	- 0,5	- 1,1
<b>Erreurs et omissions (d)</b>	<b>25,7</b>	<b>- 41,3</b>	<b>- 23,1</b>	<b>- 0,6</b>	<b>16,8</b>	<b>- 1,0</b>	<b>- 17,2</b>	<b>35,0</b>

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

(b) Chiffres semi-définitifs

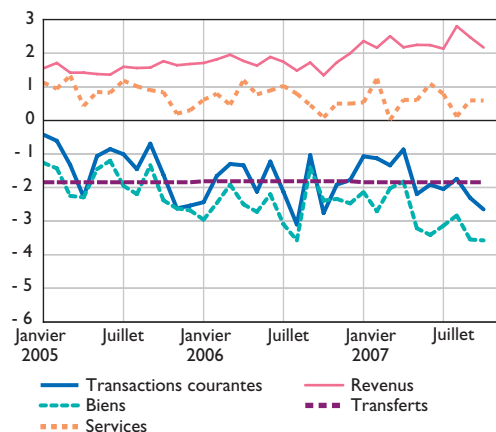
(c) Chiffres provisoires

(d) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, des comptes de capital et de transactions courantes (en données brutes).

**Transactions courantes**

Soldes – 1 (a)

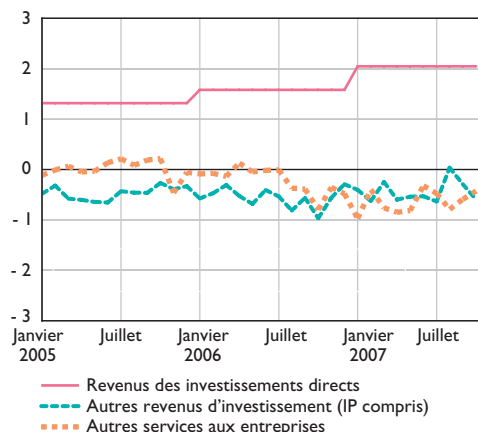
(en milliards d'euros)



**Transactions courantes**

Soldes – 2 (a)

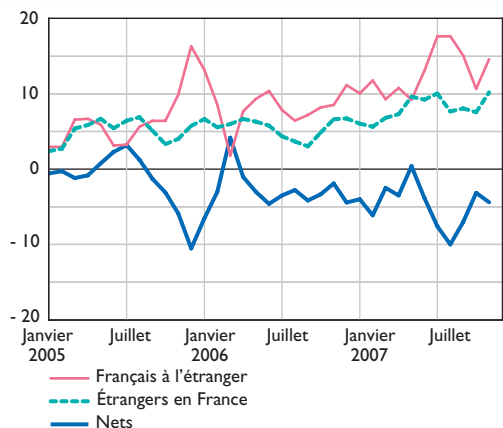
(en milliards d'euros)



**Investissements directs (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

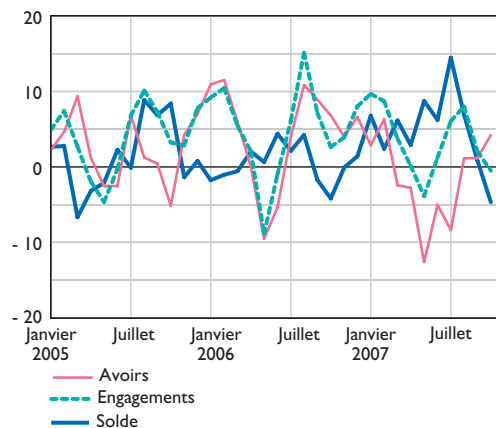
(en milliards d'euros)



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

(moyenne mobile sur 3 mois)

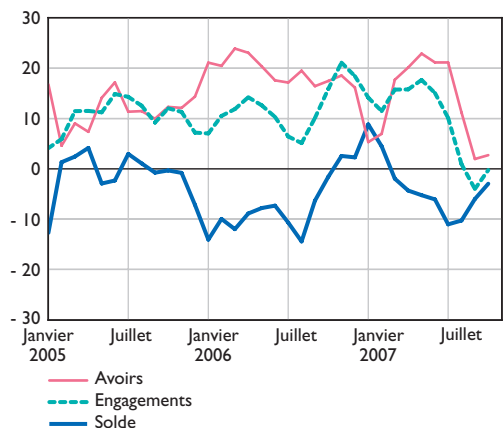
(en milliards d'euros)



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

(moyenne mobile sur 3 mois)

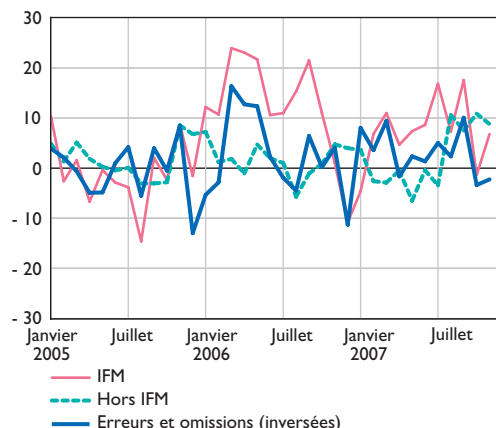
(en milliards d'euros)



**Autres investissements – Erreurs et omissions**

(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cus-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.

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

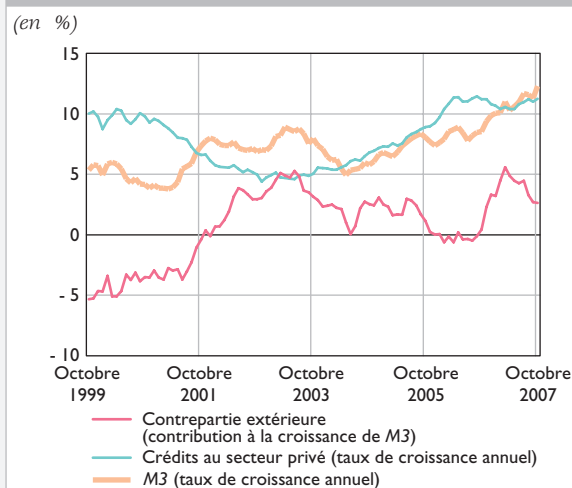
## 2| La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 a fortement augmenté en octobre (12,3 %, après 11,3 % en septembre) de même que sa moyenne mobile sur trois mois (11,7 % pour la période août-octobre, après 11,5 % pour juillet-septembre). Cette accélération a concerné les principales composantes de M3. La croissance des dépôts monétaires constitutifs de M2-M1 s'est nettement accentuée (17,0 %, après 15,4 %) de même que celle des instruments négociables (18,9 %, après 17,9 %). La croissance de l'agrégat M1 s'est également renforcée quoique de façon un peu moins marquée (6,5 %, après 6,0 %).

Au sein des contreparties de M3, les concours au secteur privé ont enregistré une nette poussée (12,2 %, après 11,6 %) du fait de l'accélération des crédits au secteur privé (11,2 %, après 11,0 %)

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



et des portefeuilles de titres (18,2 %, après 15,7 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 a en revanche diminué (2,6 points de taux de croissance de M3, après 2,7 en septembre).

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

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

	Encours à fin octobre 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Octobre 2007
		Septembre 2007	Octobre 2007	
<b>Zone euro (b)</b>				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	617,8	8,2	8,1	
+ Dépôts à vue	3 220,5	5,6	6,2	
<b>= M1</b>	<b>3 838,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	
+ Autres dépôts monétaires	3 420,7	15,4	17,0	
<b>= M2</b>	<b>7 259,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,2</b>	
+ Instruments négociables	1 271,4	17,9	18,9	
<b>= M3</b>	<b>8 530,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (en données cvs)	<b>10 063,2</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	
<b>Créances sur le secteur privé</b> (en données cvs)	<b>11 838,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,2</b>	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	469,5	7,0	6,5	14,6
Comptes sur livret	429,5	5,2	5,0	28,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	1 18,0	67,8	84,8	6,2
Titres d'OPCVM monétaires	345,6	3,7	5,0	50,5
Titres de créance ≤ 2 ans	134,5	47,6	49,4	45,1
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 713,8</b>	<b>13,7</b>	<b>13,0</b>	<b>17,0</b>

(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 (6,5 %, après 7,0 % en septembre) tandis que celui des comptes sur livret poursuivait sa baisse graduelle (5,0 %, après 5,2 %). En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, déjà très élevé, a encore fortement augmenté (84,8 %, après 67,8 %) et celui des titres d'OPCVM monétaires s'est nettement redressé (5,0 %, après 3,7 %).

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

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a légèrement fléchi en octobre (9,4 %, après 9,5 %) sous l'effet de la décélération de l'endettement des sociétés non financières (12,2 %, après 12,9 %). Les rythmes de progression de l'endettement des administrations publiques et des ménages ont peu varié (respectivement 5,1 %, après 5,0 % et 10,9 %, après 10,8 %).

### Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

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

Le taux de croissance annuel des crédits consentis aux agents non financiers par les institutions financières résidentes s'est maintenu à 11,2 %. L'accélération des crédits consentis aux administrations publiques (10,5 %, après 9,4 %) et, celle, plus limitée, des

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

(taux de croissance annuel en %)

	Oct. 2006	Sept. 2007	Oct. 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	11,1	11,2	11,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (a)	18,2	21,7	20,4
Financements de marché	1,0	4,2	3,9

(a) Données estimées

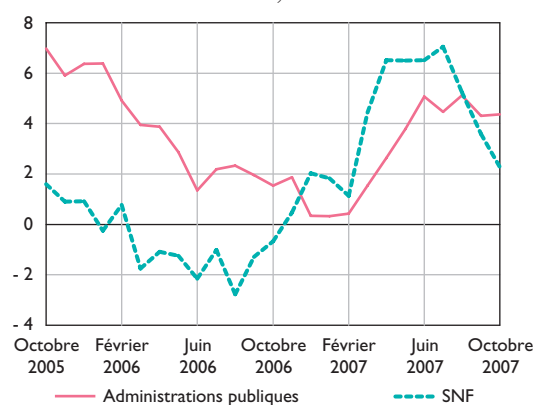
crédits aux ménages (10,9 %, après 10,8 %) ont été compensées par le ralentissement des crédits aux sociétés non financières (11,8 %, après 12,1 %).

## 2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a enregistré une nouvelle baisse (3,9 %, après 4,2 %) du fait de la poursuite du ralentissement des émissions nettes des sociétés non financières (2,3 %, après 3,6 %), alors que la progression de la dette négociable des administrations publiques s'est quelque peu renforcée (4,4 %, après 4,3 %).

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

(taux de croissance annuel en %)



Source : BCE

## 2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a fléchi en octobre (13,0 %, après 13,6 % en septembre) du fait du ralentissement des crédits au secteur privé (13,2 %, après 14,0 %), alors que la croissance des crédits consentis aux administrations publiques s'est renforcée (10,9 %, après 9,8 %).

Le taux de croissance annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) a légèrement augmenté en octobre (11,1 %, après 10,9 %) du fait de l'accélération des

**Crédits par agents et par objets**

(taux de croissance annuel en %)

	Oct. 2006	Sept. 2007	Oct. 2007
<b>Crédits des IFM (a)</b>	<b>12,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13,0</b>
aux APU	10,9	9,8	10,9
au secteur privé	13,1	14,0	13,2
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,3	10,9	11,1
dont : Trésorerie	6,5	3,4	4,3
Habitat	15,9	13,3	13,2
Crédits des EC aux SNF	10,9	12,6	12,3
dont : Trésorerie	11,4	14,5	15,1
Investissement	10,2	9,9	10,6
Crédits des EC au secteur financier	37,3	39,6	30,7
dont : Clientèle financière	34,0	43,0	28,5
Assurances	45,7	31,7	35,3

(a) Hors crédits FCC.

(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM.

crédits de trésorerie (4,3 %, après 3,4 %). En revanche, le taux de croissance des crédits aux sociétés non financières a diminué (12,3 %, après 12,6 %) malgré la poussée des crédits à l'investissement (10,6 %, après 9,9 %) et des crédits de trésorerie (15,1 %, après 14,5 %). La croissance des crédits au secteur financier s'est modérée tout en conservant un rythme très élevé (30,7 %, après 39,6 %).

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

Le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux a continué d'augmenter en octobre, de façon un peu plus prononcée pour les ménages (5,77 %, après 5,67 %) que pour les sociétés non financières (5,08 %, après 5,03 %).

- Du côté des ménages, la hausse des taux a été surtout sensible pour les crédits à l'habitat, qu'il s'agisse des crédits assortis d'une période de fixation initiale du taux (PFIT) inférieure à un an (4,78 %,

après 4,64 %) ou de ceux de PFIT supérieure (4,55 %, après 4,43 %). Le taux moyen des crédits à la consommation a très légèrement augmenté (6,95 %, après 6,93 %) tandis que celui des découverts baissait quelque peu après sa forte poussée du mois précédent (11,14 %, après 11,22 %).

- S'agissant des concours consentis aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts a légèrement augmenté (5,44 %, après 5,38 %) ainsi que celui des crédits de PFIT supérieure à un an (4,93 %, après 4,88 %) et, dans une plus faible mesure, celui des crédits de PFIT inférieure (5,12 %, après 5,10 %).

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

Confrontés à des rachats importants au cours des deux mois précédents, les OPCVM monétaires et obligataires ont en revanche enregistré en octobre des flux de souscriptions nettes légèrement positifs. En cumul sur douze mois glissants, la décollecte subie par les fonds de ces deux catégories s'est néanmoins accentuée. Les OPCVM « actions » ont aussi enregistré une décollecte comme au cours des deux mois précédents, leur flux annuel de souscriptions nettes devenant légèrement négatif. Le flux de souscriptions nettes d'OPCVM « diversifiés » est également resté négatif pour le troisième mois consécutif, tout en restant légèrement positif en cumul sur douze mois.

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

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

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

## ENCADRÉ 3

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

#### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin nov. 2007
	Année 2006	Nov. 06 à oct. 07	Déc. 06 à nov. 07	Nov. 2007	Nov. 06 à oct. 07	Déc. 06 à nov. 07	Nov. 2007	
Sociétés non financières	- 14,6	- 10,1	- 6,4	- 0,3	2,7	2,8	0,2	54,6
État	14,8	26,4	25,6	4,2	60,8	60,6	4,8	630,3
Autres administrations publiques	- 4,0	- 4,3	- 4,3	0,0	0,1	0,1	0,0	32,9
Institutions financières monétaires	- 2,1	- 0,1	- 0,5	0,4	12,8	13,3	1,9	118,0
Institutions financières non monétaires	- 1,9	- 0,8	- 0,2	0,0	1,0	0,8	0,0	22,1
<b>Total</b>	<b>- 7,9</b>	<b>11,2</b>	<b>14,2</b>	<b>4,3</b>	<b>77,5</b>	<b>77,6</b>	<b>6,9</b>	<b>857,8</b>

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de novembre 2007 s'est élevé à 6,9 milliards d'euros, après 8,2 milliards d'euros le mois précédent.

L'Agence France Trésor a émis en novembre quatre nouvelles tranches, dont une OATi et une OATie, pour un montant total de 4,8 milliards d'euros représentant 69,5 % des émissions sur la place de Paris. Elle a remboursé une ligne d'OAT d'un montant de 0,6 milliard d'euros. Sur les onze premiers mois de 2007, le montant des émissions nouvelles d'OAT par l'AFT est supérieur de 2,1 milliards au montant émis en 2006 au cours de la même période.

### 3| Les marchés de capitaux

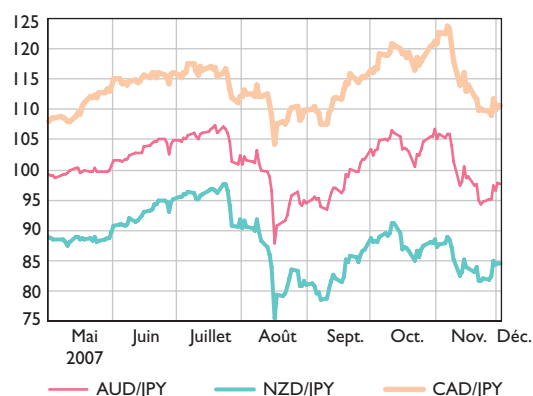
En novembre, les marchés de capitaux ont été dominés par la résurgence des inquiétudes quant à l'estimation des pertes liées aux crédits *subprime* américains et à leur impact sur la croissance américaine. Ont été principalement observées en conséquence :

- une réappréciation du yen contre la plupart des devises dans un contexte de dénouement partiel des *carry trades* ;
- une détente des taux monétaires anticipés et, dans le même temps, une augmentation des primes de risque sur les prêts interbancaires au comptant ;
- une nette baisse des rendements obligataires dans un mouvement de pentification ;
- une baisse des principaux indices boursiers.

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

Le mois de novembre a été marqué par une remontée de l'aversion au risque se traduisant, essentiellement, par des dénouements de positions de *carry trades* profitant au yen japonais et pesant sur les devises à haut rendement.

Cours de change de devises à haut rendement contre yen depuis mai 2007

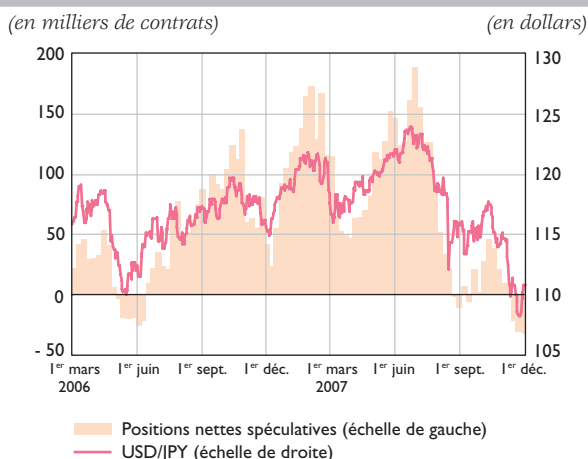


Le yen s'est apprécié contre les principales devises. À ce titre, le cours du dollar des États-Unis contre yen s'est déprécié de 3,2 %, à 111,18, le 30 novembre ; celui de l'euro contre yen a reculé de 2,58 %, à 162,68, en fin de période sous revue.

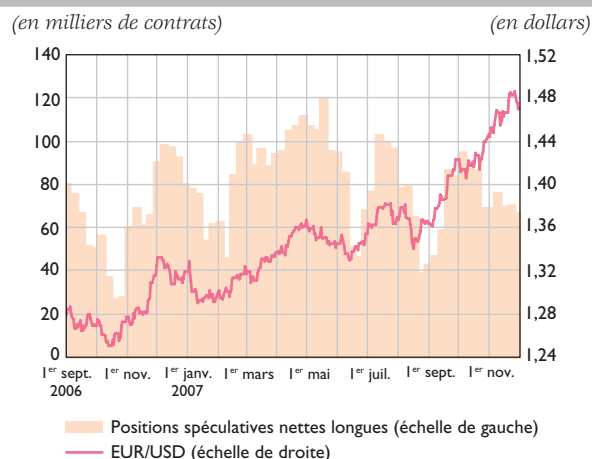
Cette hausse de l'aversion au risque s'est illustrée en parallèle par la dépréciation de certaines devises dites de *carry* : le dollar australien s'est déprécié de 4,3 % contre dollar des États-Unis, à 0,884. À noter également que le dollar canadien a cédé 7,0 % contre dollar américain, pour revenir à l'exacte parité, à 1,000 le 30 novembre.

Le cours de l'euro contre dollar des États-Unis s'est légèrement apprécié (1 % sur le mois), à 1,4631

Cours de change du dollar contre yen et positions spéculatives nettes rapportées sur les marchés des futurs (CFTC)



Cours de change de l'euro contre dollar et positions spéculatives nettes rapportées sur les marchés des futurs (CFTC)



le 30 novembre. Le 23 novembre, il a atteint un nouveau plus haut niveau historique, à 1,4964 dollar, dans le sillage du renforcement des anticipations de baisse de taux directeurs par le Système fédéral de réserve. Les participants de marché privilégiaient néanmoins, en fin de période sous revue, une dépréciation du cours de l'euro contre dollar au vu des prix des options de change.

Les anticipations de détente de politique monétaire ont pesé sur la livre sterling, l'euro progressant de 2,35 % vis-à-vis de la devise britannique, à 0,7112 le 30 novembre.

Le cours de l'or a légèrement reculé sur la période (- 1,6 %, à 782 dollars l'once), fluctuant de conserve avec le dollar et les cours du pétrole. Ces derniers se sont en effet inscrits en léger repli en novembre (- 1,7 %) de 92,2 dollars par baril à 89,3 dollars pour la référence WTI, en lien avec les inquiétudes quant aux perspectives de croissance de l'économie américaine.

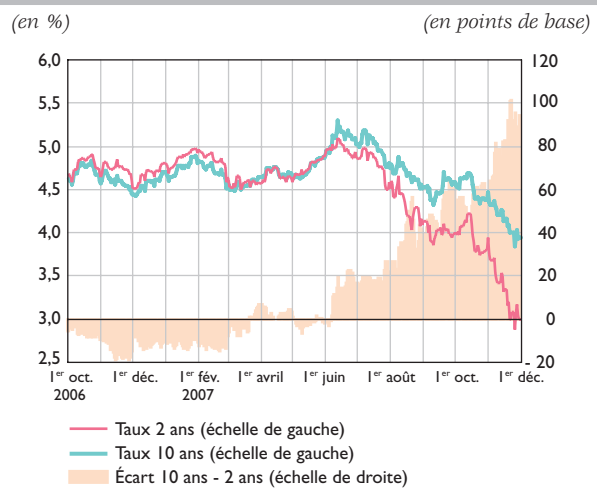
## 3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

### États-Unis : attentes accrues de détente de la politique monétaire

Les inquiétudes relatives à la crise des marchés du crédit et de l'immobilier aux États-Unis ont intensifié les anticipations de baisse des taux directeurs du Système fédéral de réserve : au 30 novembre, le marché des *swaps* sur le dollar reflétait un niveau anticipé pour le taux des fonds fédéraux de 4,0 % dès le début 2008, puis 3,75 % en avril 2008 et 3,25 % en octobre 2008 (contre 3,75 % à cet horizon en début de période sous revue).

Parallèlement le renouvellement des craintes de fragilisation du système financier a conduit à une remontée de la prime de risque de crédit sur les établissements de crédit. L'écart de rendement entre le taux sans risque et les taux interbancaires au comptant a connu une deuxième phase d'élargissement en novembre : l'écart entre le taux fixe de l'*Overnight indexed swap* (OIS) et le taux Libor en dollar à 3 mois a doublé à 99 points de base ; sur la maturité 1 mois, il est passé de 20,5 points de base à 104,6 points,

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



sous l'effet de l'incorporation de l'effet de fin d'année sur cette maturité.

Les rendements obligataires aux États-Unis à 2 ans et 10 ans se sont inscrits en forte baisse, dans un mouvement de pentification de la courbe, de respectivement 92 points de base et 52 points, à 3,05 % et 4,00 %. Le 30 novembre, le taux américain à 2 ans, à 3,05 %, était 143 points de base en dessous du taux directeur du Système fédéral de réserve (4,5 %), reflétant les fortes anticipations de détente de la politique monétaire américaine.

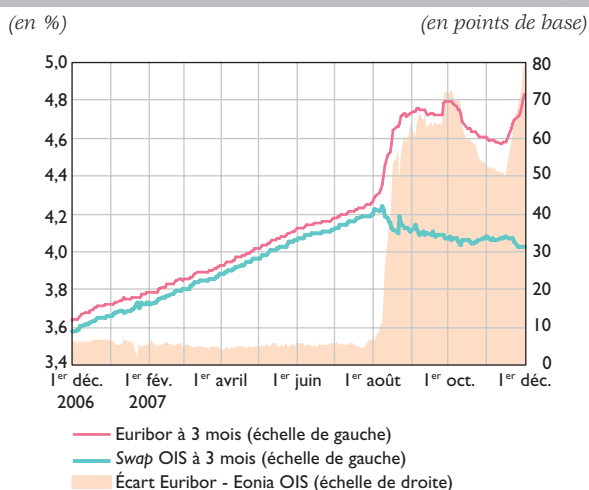
La détente des rendements nominaux obligataires a reflété une forte baisse des rendements réels : si le point mort d'inflation tiré des obligations à 10 ans indexées sur l'inflation a été quasiment stable, à 2,34 %, le taux d'intérêt réel sur cette maturité a perdu 37 points de base, à 1,49 %.

### Zone euro : détente des taux monétaires et des rendements obligataires

Les évolutions des marchés monétaire et obligataire de la zone euro se sont inscrites dans le sillage du marché américain.

Les taux monétaires anticipés en zone euro ont baissé en novembre, les taux implicites des contrats Euribor à 3 mois ont perdu jusqu'à 17 points de base, selon les maturités à horizon octobre 2008. Cependant, le scénario privilégié des marchés restait en fin de période un *statu quo* de la politique monétaire,

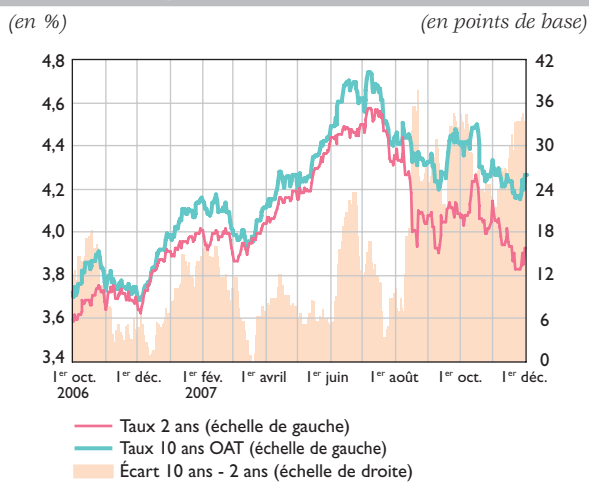
### Écart Euribor 3 mois et Eonia 3 mois – taux swaps



à 4,0 % jusqu'à fin 2008. Comme aux États-Unis, la remontée de l'aversion au risque et le rapprochement de l'échéance du passage de fin d'année a conduit à un élargissement de l'écart entre le taux fixe de l'OIS et le taux Euribor à 3 mois, qui s'est tendu en novembre, de 52 points de base à 78 points ; sur la maturité 1 mois, il est passé de 12 points de base à 81 points, compte tenu de l'intégration de l'effet du passage de fin d'année.

Les rendements obligataires français se sont inscrits en baisse dans un mouvement de pentification, les maturités 2 ans et 10 ans perdant 18 points de base et 10 points, à, respectivement, 3,90 % et 4,19 %. On peut néanmoins noter que la remontée de l'aversion au risque a favorisé un élargissement des écarts

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



de rendements entre émetteurs souverains de la zone euro, au bénéfice de la dette allemande. L'écart entre les rendements italien et allemand sur une maturité 10 ans est ainsi passé sur la période de 26 points de base à 36 points. Sur la même maturité, l'écart entre rendements français et allemand est passé de 11 points de base à 14 points.

En dépit de la baisse des rendements nominaux, les points morts d'inflation en zone euro sur la maturité 2017 sont restés quasi stables (+ 2 points de base) à 2,19 %, le taux d'intérêt réel reculant de 5 points de base, à 2,02 %.

Les évolutions enregistrées par le marché monétaire et obligataire britannique ont été identiques. Les anticipations de détente de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre se sont accrues. En fin de période, le taux directeur était attendu à 5,50 % à l'horizon février 2008, 5,25 % à mai 2008 et 5,0 % à août 2008. La prime de risque affectant les transactions interbancaires en blanc s'est également fortement élargie passant de 55 points de base à 97 points sur une maturité 3 mois (différence entre les taux livre sterling Libor et le taux OIS).

La pente de la courbe obligataire est redevenue positive, le rendement à 2 ans reculant de 68 points de base, à 4,57 %, et le rendement à 10 ans perdant 31 points de base, à 4,72 %.

De même qu'en zone euro et aux États-Unis, la forte baisse des rendements nominaux a reflété exclusivement la baisse des rendements réels, les points morts d'inflation au Royaume-Uni étant restés stables (- 1 point de base à 3,01 % sur une maturité 2013).

Au Japon, *a contrario*, la courbe obligataire s'est aplatie, les rendements obligataires à 2 ans et 10 ans cédant respectivement 4 points de base et 11 points à 0,76% et 1,49%.

La résurgence de l'aversion au risque a conduit à l'élargissement des écarts de rendement entre émetteurs souverains et *corporate* : la prime de risque associée aux titres obligataires des entreprises *corporate* BBB a augmenté de 56 points de base et 37 points aux États-Unis et en Europe, à, respectivement, 233 points de base et 152 points. La prime sur les obligations financières AA en zone euro et aux États-Unis a gagné, respectivement,

29 points de base et 27 points, à 114 points de base et 159 points. À noter, en outre, que la prime moyenne sur les émetteurs souverains émergents, comparée aux rendements des titres d'État américain, a atteint un plus haut point depuis 2005, à 278 points de base.

### 3|3 Les marchés boursiers

Les principaux marchés boursiers se sont dépréciés en novembre, du fait de la résurgence des inquiétudes liées à l'estimation des pertes nées des expositions des acteurs financiers aux crédits *subprime* et à leurs incidences sur la croissance économique, notamment américaine.

Ces inquiétudes ont particulièrement pesé sur les indices américains, qui ont enregistré le recul le plus marqué, notamment le Nasdaq mais aussi le Dow Jones. L'appréciation du yen a également pesé sur le Nikkei.

#### Indices boursiers

(variation en %)

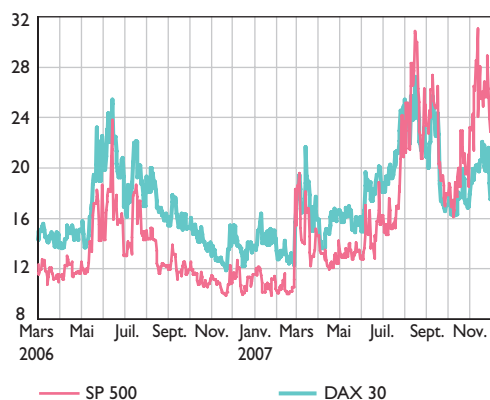
	Niveau au 30 novembre 2007	Variation par rapport au 2 novembre	Variation par rapport au 3 janvier
CAC 40	5 670,6	- 0,9	1,1
DAX	7 870,5	0,3	17,6
DJ EuroStoxx 50	4 394,9	- 0,3	4,9
FTSE	6 432,5	- 1,5	1,8
Nasdaq	2 661,0	- 5,3	9,8
Dow Jones	13 371,7	- 1,6	7,2
Nikkei	15 680,7	- 5,1	- 9,0

Les valeurs financières ont à nouveau été malmenées, expliquant en grande partie la sous-performance de l'indice Footsie ou CAC par rapport au DAX allemand.

Les volatilités implicites des indices SP et DAX se sont néanmoins inscrites en très léger repli en novembre, de 23,2 % à 22,9 % pour le premier et de 17,9 % à 17,55 % pour le second.

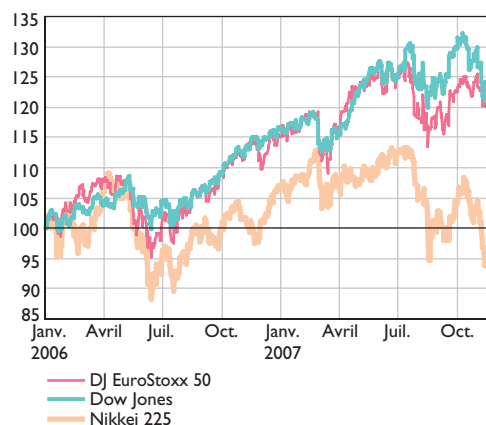
#### Volatilité implicite à 1 mois des indices DAX 30 et SP 500

(en %)



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

(en %)



ENCADRÉ 4

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

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	30 novembre 2007		Moyenne 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	386,8	67,0	378,5	69,0
Pensions à taux fixe	117,3	20,3	150,9	27,5
Pensions à taux variable	269,5	46,7	227,6	41,5
BTAN	118,6	20,5	119,0	21,7
Pensions à taux fixe	39,4	6,8	40,6	7,4
Pensions à taux variable	79,2	13,7	78,4	14,3
BTF	72,2	12,5	50,8	9,3
Pensions à taux fixe	4,6	0,8	10,5	1,9
Pensions à taux variable	67,6	11,7	40,3	7,4
<b>Total</b>	<b>577,6</b>	<b>100</b>	<b>548,4</b>	<b>100</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>161,3</b>	<b>27,9</b>	<b>36,8</b>	<b>36,8</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>416,3</b>	<b>72,1</b>	<b>63,2</b>	<b>63,2</b>

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 novembre 2007	2 novembre 2007	Variation
1 mois	3,95	3,82	13
3 mois	3,90	3,95	- 5
6 mois	3,95	4,02	- 7
12 mois	4,00	4,06	- 6
2 ans	3,95	4,02	- 7
5 ans	4,00	4,08	- 8





## **Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006** 23

**Alain TOURNIER, Catherine GOUTEROUX**

*Secrétariat général de la Commission bancaire*

*Direction de la Surveillance générale du Système bancaire*

*Service des Études bancaires*

## **Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen** 33

**Françoise MAGNAN-MARIONNET**

*Direction des Relations internationales et européennes*

*Service des Relations monétaires internationales*

**Pascale CONTAMINE**

*Direction des Relations internationales et européennes*

*Service des Relations européennes*

**Philippe BONZOM**

*Direction des Relations internationales et européennes*

## **Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique?** 53

**Carine BOUTHEVILLAIN, Christophe SCHALCK**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études des Politiques de Finances publiques*

## **L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro** 69

**Michel BOUTILLIER, Dominique NIVAT**

*Direction de la Balance des paiements*

*Service des mouvements de capitaux extérieurs*

**Vichett OUNG**

*Direction des Études et des Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et statistiques monétaires*

## **Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006** 77

*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

## **Le coût du crédit aux entreprises** 89

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*



# Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006

---

**Alain TOURNIER, Catherine GOUTEROUX**

*Secrétariat général de la Commission bancaire*

*Direction de la Surveillance générale du Système bancaire*

*Service des Études bancaires*

*En 2006, l'environnement économique international, toujours favorable, a contribué à ce que la plupart des principaux groupes bancaires des grands pays industrialisés enregistrent des résultats élevés. La croissance soutenue du produit net bancaire, conjuguée à une bonne maîtrise des coûts d'exploitation, a permis, en dépit d'un début de remontée du coût du risque, une hausse significative de la rentabilité. En définitive, le résultat net de l'ensemble des groupes de l'échantillon s'est globalement accru de près de 10 % sur l'ensemble de l'exercice.*

*Dans ce contexte, des rapprochements entre grandes banques ont entraîné une concentration supplémentaire au sein de plusieurs systèmes bancaires, notamment en Italie. Plus généralement, les opérations de fusion-acquisition transfrontalières au sein de l'Union européenne ont continué de se développer et les stratégies ciblées sur des pays porteurs se sont intensifiées.*

*En 2007, la tendance à la progression des résultats des grandes banques internationales a prévalu jusqu'au milieu de l'année, mais elle s'est interrompue dans la plupart des établissements, en raison de la crise financière qui a frappé l'ensemble des marchés depuis le début de l'été.*

*La crise, qui affecte en particulier le secteur de la banque de financement et d'investissement, a ainsi pesé sur les résultats du troisième trimestre. Si la plupart des grands groupes internationaux ont accumulé au cours des dernières années des montants importants de fonds propres renforçant leur capacité à absorber les chocs, les turbulences liées au subprime ont assombri leurs perspectives de rentabilité et pourraient avoir des conséquences à long terme. Celles-ci sont cependant aujourd'hui difficiles à évaluer avec précision, dans la mesure où le fonctionnement des marchés interbancaires paraît ébranlé, ce qui introduit une incertitude supplémentaire. Dans cet environnement plus volatile, la gestion des risques par les établissements de crédit, dans toutes ses dimensions, n'en devient que plus centrale.*

Mots-clés : produit net bancaire, produit net d'intermédiation, marge d'intérêt, charges d'exploitation, coefficient net d'exploitation, risque de crédit, résultat net, coefficient de rentabilité, ratio de solvabilité, restructurations bancaires

Codes JEL : Gn, Rn

## I | Du début de 2006 à la mi-2007, la persistance d'un environnement particulièrement favorable a permis une hausse marquée des résultats

Le contexte économique mondial favorable, qui a notamment entraîné un regain de croissance dans les pays européens, ainsi que la très bonne tenue des marchés financiers internationaux ont permis en 2006 et début 2007 aux principaux groupes bancaires des grands pays industrialisés d'afficher des niveaux de revenus élevés dans la plupart de leurs lignes de métiers. Les coûts de fonctionnement ont été globalement maîtrisés et, en dépit d'une remontée très progressive du risque de crédit, la rentabilité finale s'est de nouveau accrue.

## I | Une hausse du produit net bancaire soutenue, en particulier grâce à la banque de financement et d'investissement

En 2005, l'augmentation déjà significative du produit net bancaire (PNB) par rapport aux années précédentes était partiellement due au passage des groupes bancaires européens aux normes IFRS, qui ont élargi la notion de PNB.

En 2006 et au premier semestre 2007, les grandes banques ont encore affiché des taux de croissance élevés du PNB. Seuls les groupes japonais ont enregistré une stagnation en raison, en particulier, de la faiblesse de la demande de crédit de la part des grandes entreprises japonaises et de la concurrence des banques régionales sur le segment des PME.

Par ailleurs, des variations significatives peuvent être dues à l'incidence des effets de périmètre. Ainsi, la très forte augmentation du PNB pour l'Italie en 2006 s'explique en grande partie par l'intégration du groupe allemand Hypovereinsbank par UniCredit.

### Produit net bancaire cumulé des principaux groupes bancaires

(encours en milliards d'euros ; variations en %)

	2006 (a)	Variation 2006/2005 (b)	1 <sup>er</sup> semestre 2007 (a)	Variation S1-2007/ S1-2006 (b)
Allemagne	43,7	14,1	26,8	17,6
Benelux	75,3	11,4	32,6	7,1
Espagne	38,3	16,4	22,3	20,6
États-Unis	178,7	9,9	95,7	15,6
France	79,2	19,3	45,7	14,1
Italie	42,4	50,3	22,3	7,9
Japon	51,6	0,2	-	-
Royaume-Uni	137,2	8,7	75,1	8,8
Suisse	51,0	20,8	33,2	22,6
<b>Total</b>	<b>697,4</b>	<b>12,2</b>	<b>353,7</b>	<b>11,2</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaies nationales converties au cours moyen de l'année ou du semestre

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

### Fort dynamisme de la banque de financement et d'investissement

L'analyse par métiers de l'évolution du PNB conduit aux remarques suivantes :

- la banque de financement et d'investissement a été le secteur le plus porteur. L'activité *corporate* a été soutenue, en raison notamment du développement des opérations de fusion-acquisition, de « *leveraged buy-out* » (LBO) et des financements structurés. Les opérations de négociation réalisées sur les marchés financiers ont connu un très fort développement dans la quasi-totalité des groupes. Les progressions les plus notables ont touché les établissements suisses et français, déjà bien présents dans ce domaine d'activité.

- La gestion d'actifs a également enregistré des gains élevés dans la plupart des groupes, la gestion de fortune comme l'assurance bénéficiant d'importantes collectes de fonds.

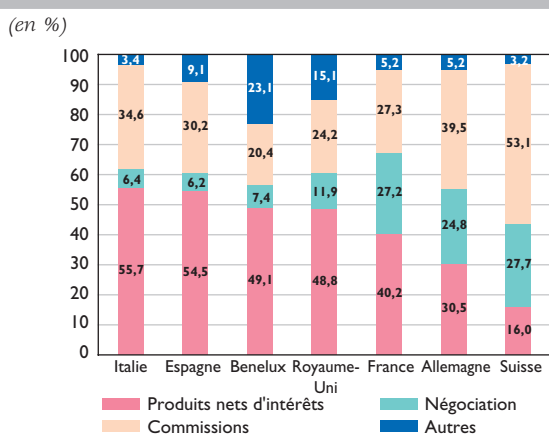
- La banque de détail a généralement connu une progression moins forte. Les revenus générés sur les marchés intérieurs se sont inscrits en hausse modérée, avec un certain tassement des crédits à l'habitat. D'autres types de financement ont en revanche connu une accélération, les crédits aux PME notamment, dans

un contexte soutenu d'investissement et d'exportations dans la zone euro. Par ailleurs, un certain nombre de groupes ont continué de développer leur activité à l'étranger, notamment grâce à des opérations d'acquisition particulièrement nombreuses en 2006 (cf. annexe 1). En raison des effets de diversification géographique obtenus, les rapprochements internationaux d'activité de banque de détail ont motivé bon nombre des opérations recensées. Enfin, le fort développement de la bancarisation dans les économies émergentes a favorisé les groupes présents sur ces marchés. Ainsi, les banques espagnoles ont affiché les performances les plus solides en disposant non seulement d'un marché très soutenu dans la péninsule ibérique (ralentissement du crédit hypothécaire contrebalancé par le crédit à la consommation ou aux PME) mais aussi de leur forte implantation sur les marchés porteurs d'Amérique latine.

### Recul de la part du produit net d'intermédiation<sup>1</sup>, en liaison avec une baisse globale de la marge d'intérêt

Les importantes activités de marché ont notamment généré de forts revenus de négociation (*trading*), qui ont nettement accru leur part dans le PNB pour atteindre globalement 12,8 % (+ 3 points) à la fin de 2006. En raison de hausses particulièrement marquées, les groupes suisses et français affichent même des niveaux de 27 %. Par ailleurs, les commissions se sont inscrites en progression significative dans la quasi-totalité des groupes (en moyenne + 16 % en 2006).

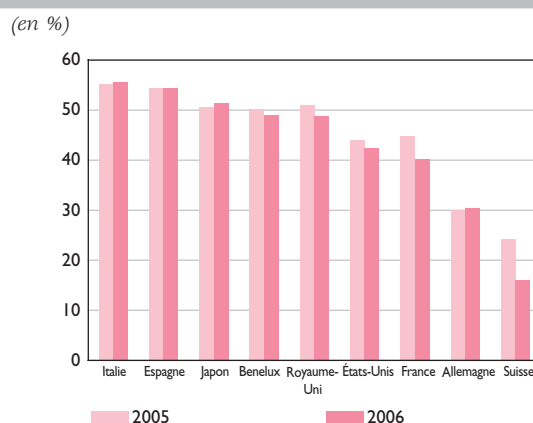
#### Répartition du PNB en 2006 dans les groupes européens



Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

<sup>1</sup> Le PNI se définit comme les revenus nets d'intérêt.

#### Part du produit net d'intermédiation dans le produit net bancaire

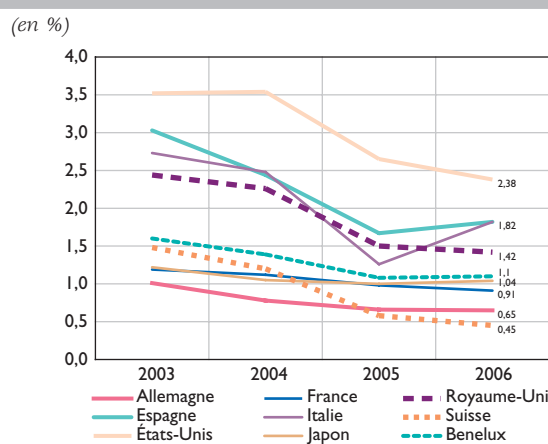


Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

C'est le produit net d'intermédiation (PNI) qui a le moins augmenté, globalement à un rythme plus faible que le PNB. Il existe des disparités fortes entre les établissements, les évolutions étant liées tant aux volumes de crédit qu'aux marges d'intérêt, dans un contexte de concurrence souvent intense entre les banques. La part du PNI rapporté au PNB a particulièrement baissé en Suisse et en France en liaison, notamment, avec la très forte progression des revenus nets de *trading*.

Pour leur part, les marges d'intérêt ont continué de se réduire dans la plupart des pays, notamment aux États-Unis, témoignant d'une très faible rémunération du risque de crédit.

#### Évolution de la marge d'intérêt



Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

## I | 2 Une progression en général bien contenue des charges d'exploitation

En 2006 et au premier semestre 2007, les frais généraux ont en règle générale augmenté moins rapidement que le PNB. En conséquence, le revenu brut d'exploitation (RBE), qui correspond au solde entre le PNB et les frais généraux, s'est inscrit en nette hausse, à l'exception de celui des grandes banques du Japon.

Au niveau agrégé de chaque pays, le coefficient net d'exploitation (frais généraux rapportés au PNB) s'est généralement amélioré, mais la situation est très diversifiée selon les pays. Les groupes bancaires allemands et suisses présentent des coefficients toujours élevés (supérieurs à 70 %), mais en nette amélioration. Ce sont les groupes espagnols qui affichent le coefficient moyen le plus faible (inférieur à 50 %).

### Résultat brut d'exploitation cumulé et coefficient d'exploitation des principaux groupes bancaires

(encours en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

	RBE 2006 (a)	Variation 2006/2005 (b)	Coefficient net d'exploitation 2006	Variation en points 2006/2005
Allemagne	13,0	37,9	70,3	- 5,1
Benelux	28,5	14,8	62,1	- 1,1
Espagne	19,5	25,2	49,0	- 3,6
États-Unis	82,0	21,5	54,1	- 4,7
France	30,7	25,5	61,3	- 1,9
Italie	16,5	46,4	61,1	1,1
Japon	25,5	- 11,1	57,3	7,8
Royaume-Uni	64,7	12,2	52,8	- 0,5
Suisse	14,7	45,3	71,3	- 5,7
<b>Total</b>	<b>295,1</b>	<b>18,2</b>	<b>59,9</b>	<b>- 1,5</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, converties au cours moyen annuel

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

## I | 3 Un début de hausse du coût du risque

### Hausse du risque de crédit dès 2006, avec une accélération nette en 2007

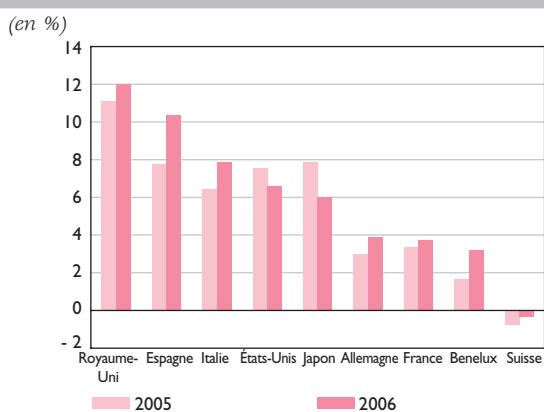
L'exercice 2006 a été marqué par une hausse du coût global du risque de crédit (+ 13 %), contrairement à la tendance observée en 2005 (- 16 %), même si les niveaux atteints restaient finalement encore historiquement faibles. Toutefois, des évolutions disparates ont été observées selon les différents groupes bancaires.

Les activités de banque de financement et d'investissement ont continué d'enregistrer des reprises sur provisions, les taux de défaut des principales contreparties *corporate* demeurant très faibles dans cette phase de haut de cycle.

En revanche, la banque de détail étant marquée par un accroissement des volumes de crédits non sécurisés tant sur les marchés intérieurs que sur les marchés émergents, où le risque est potentiellement plus élevé, les groupes ont été conduits à accroître leur effort de provisionnement. En conséquence, compte tenu de leur haut niveau d'activité dans ce secteur, les groupes britanniques et espagnols affichent globalement les ratios de dotations aux provisions rapportées au PNB les plus élevés (respectivement 12 % et 10,3 %).

Trois pays ont connu des évolutions divergentes. Les groupes suisses ont encore enregistré des reprises nettes de provisions, en recul toutefois par rapport à 2005. Au Japon, la poursuite de l'effort d'apurement des créances douteuses a permis de réduire le coût du risque de 24 %. Enfin, en ce qui concerne les États-Unis, la légère baisse du coût du risque (- 4 %) s'explique principalement par le niveau élevé de provisions passées en fin d'année 2005 dans le cadre de la modification de la procédure des faillites civiles.

### Dotations nettes aux provisions rapportées au produit net bancaire



Source : Bankscope

Au premier semestre 2007, une nette inflexion s'est produite pour les principaux groupes américains, qui ont accru sensiblement leur effort de provisionnement (+ 68 % par rapport au premier semestre 2006), en raison principalement des premiers effets de la crise des *subprime* (progression rapide des taux de défaut sur les crédits hypothécaires des ménages les plus fragiles). En conséquence, le poids du coût du risque rapporté au PNB a augmenté pour atteindre 8,5 % au premier semestre 2007, contre 6,6 % en 2006.

Pour les autres groupes, les ratios sont demeurés assez stables (sauf pour les groupes espagnols et italiens qui ont affiché une nouvelle hausse à, respectivement, 10,7 % et 8,7 %).

## I | 4 La rentabilité a continué à progresser jusqu'à mi-2007 et s'établit ainsi à un niveau très élevé

### Hausse du résultat net dans la quasi-totalité des pays

En définitive, le résultat net global de l'ensemble des groupes de l'échantillon s'est inscrit en hausse de plus de 9 % en 2006, en ralentissement toutefois par rapport à l'exercice 2005 où des progressions encore plus marquées avaient été constatées. En dehors de cette tendance générale, une nette détérioration touche cependant les banques japonaises qui ont toutes affiché un recul de leur résultat net.

De façon plus détaillée, les groupes allemands confirment leur redressement. Des hausses fortes et homogènes

### Résultat net cumulé des principaux groupes bancaires

(encours en milliards d'euros ; taux en pourcentage)

	2006 (a)	Taux de croissance 2006/2005 (b)	1 <sup>er</sup> semestre 2007 (a)	Taux de croissance S1-2007/S1-2006 (b)
Allemagne	8,7	32,4	6,3	30,0
Benelux	23,7	15,5	12,8	6,8
Espagne	13,2	22,2	7,8	19,0
États-Unis	43,6	15,5	23,5	11,8
France	21,1	20,5	12,7	24,4
Italie	10,3	35,4	9,0	57,1
Japon	14,0	- 20,7		
Royaume-Uni	36,1	10,7	20,5	16,0
Suisse	15,0	18,1	9,1	29,8
<b>Total</b>	<b>185,7</b>	<b>9,4</b>	<b>101,7</b>	<b>17,2</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, converties au cours moyen annuel ou semestriel

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Source : Bankscope - Secrétariat général de la Commission bancaire

caractérisent les groupes espagnols et français, tandis que ceux du Royaume-Uni, des États-Unis et du Benelux présentent des évolutions plus contrastées. Comme en 2005, des opérations exceptionnelles ont entraîné des différences importantes entre les banques suisses. Enfin, les rapprochements d'envergure initiés par les groupes italiens ont généré des hausses marquées de leur résultat net.

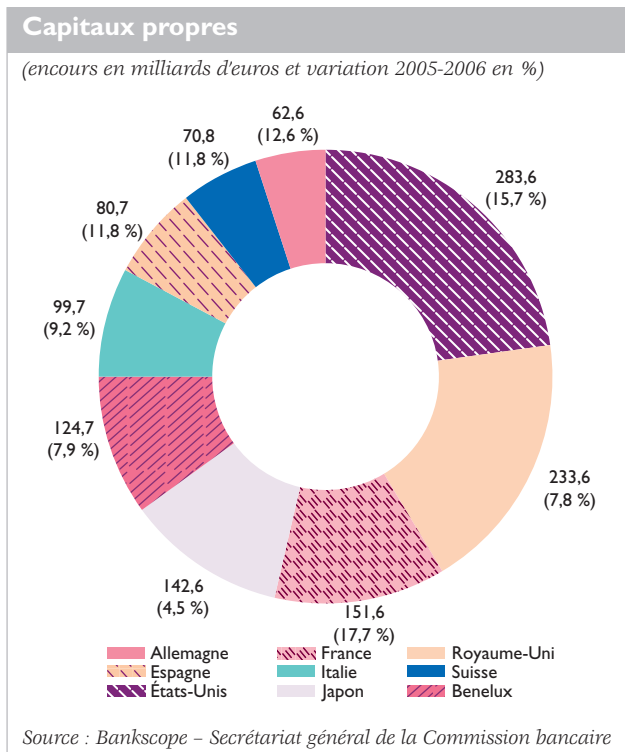
Ces tendances générales se sont confirmées au premier semestre 2007.

### Renforcement modéré des capitaux propres au regard de la progression des encours en risque

Pour ce qui concerne les capitaux propres, une augmentation globale de 7,2 % pour l'ensemble des groupes de l'échantillon a été observée en 2006, à 1 250 milliards d'euros, avec une certaine différenciation par pays.

En termes de répartition, les États-Unis et le Royaume-Uni continuent de détenir les parts les plus importantes, respectivement 22,7 % et 18,7 %, avec des progressions annuelles de 15,7 % et de 7,8 % en monnaie nationale. En raison notamment d'opérations significatives de rapprochement enregistrées au cours de l'exercice 2006 (cf. annexe 1), la France est revenue au troisième rang des pays sous revue devant le Japon.





(stabilité) et du Japon (baisse de 3,1 points). Les grands groupes suisses affichent le niveau le plus élevé en 2006 (21,2 %), suivis par les grandes banques du Benelux.

## 2| Depuis la mi-2007, l'impact de la crise des subprime a enrayé cette dynamique, même si la structure financière des groupes devrait rester solide

### 2| I Les effets de la crise ont déjà affecté les résultats du troisième trimestre

Les grands groupes bancaires ont été impactés de manière plus ou moins marquée en fonction du degré de diversification de leurs activités ainsi que de l'ampleur de leur exposition directe mais aussi indirecte aux risques *subprime*.

La crise des *subprime* est née de l'essor rapide du marché des instruments de transfert de risque. De façon très schématique, la possibilité pour les établissements de crédit de mettre en place des montages structurés complexes à partir de prêts standards mais aussi de qualité inférieure, a permis que des investisseurs disséminés dans le monde entier se retrouvent *de facto* créanciers des emprunteurs américains *subprime* en crédit immobilier, c'est-à-dire des emprunteurs très risqués. Ainsi, lorsque ces derniers ont fait défaut, dans un contexte de retournement du marché américain, les investisseurs en ont directement supporté les premières conséquences avant que la contagion de la crise de confiance aux autres marchés de produits structurés ou avec un fort effet de levier n'amplifie plus généralement l'impact sur le secteur bancaire international.

Dans ce contexte, la crise financière est venue freiner le dynamisme de l'activité bancaire dans un certain nombre de lignes de métiers, principalement dans le segment de la banque de financement et d'investissement, et a globalement déclenché un processus de réappréciation du risque sur les marchés.

Par ailleurs, les mouvements de concentration bancaire opérés par les grands groupes italiens leur ont permis de conforter leur niveau de capitaux propres.

## Augmentation des coefficients de rentabilité dans la plupart des pays

Le coefficient de rentabilité (ratio bénéfice net global/capitaux propres) a enregistré une hausse dans la plupart des pays, à l'exception des États-Unis

**Coefficient de rentabilité global des principaux groupes bancaires**  
(en %)

	2006	Variation en points/2005
Allemagne	13,9	2,1
Benelux	19,0	1,3
Espagne	16,4	1,4
États-Unis	15,4	0,0
France	13,9	0,3
Italie	10,4	2,0
Japon	9,8	- 3,1
Royaume-Uni	15,5	0,5
Suisse	21,2	1,1

Source : Bankscope – Secrétariat général de la Commission bancaire

### Produit net bancaire et résultat net au 3<sup>e</sup> trimestre 2007

(encours en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

Pays	Produit net bancaire (a)	Variation T307/T306 (b)	Résultat net part du groupe (a)	Variation T307/T306 (b)
France	17,14	7,8	4,10	0,3
Allemagne	8,05	- 19,1	1,91	10,1
Espagne	11,10	19,4	3,45	21,0
Italie	10,17	2,8	2,60	- 1,5
Benelux	9,64	0,7	4,18	0,8
USA	39,43	- 1,2	6,75	- 34,7
Suisse	8,02	- 28,9	0,29	- 88,5

(a) Sur la base des données exprimées en monnaies nationales converties au cours moyen du trimestre

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale

Source : données des établissements

Les bonnes performances d'ensemble liées aux activités de banque de détail ont cependant permis de limiter l'impact de la crise financière sur les résultats des grands groupes bancaires au troisième trimestre. Il est ainsi à noter que la progression des résultats reste pour beaucoup d'entre eux nettement positive sur les neuf premiers mois de l'année, en raison des acquis du premier semestre.

Dans une logique comparative globale, l'impact négatif a été principalement marqué aux États-Unis, point de départ de la crise, où le repli des résultats est dû à des dépréciations d'actifs et des provisions massives, notamment dans les activités de banque d'investissement. De manière logique, le rythme de croissance du coût du risque s'est accéléré au troisième trimestre 2007 au sein des banques américaines présentes dans l'échantillon.

Les activités touchées par la crise des *subprime* ont également pesé significativement sur les comptes des grandes banques suisses au troisième trimestre 2007. De leur côté les banques allemandes, même si elles ont globalement été moins exposées dans leurs comptes trimestriels que leurs homologues américaines et suisses, enregistrent tout de même un recul de leur PNB (- 19 %). Toutefois, les grands groupes allemands ont souvent profité d'éléments exceptionnels en liaison avec une baisse de la fiscalité des entreprises pour afficher un revenu net en progression.

Dans les autres pays sous revue, les comptes trimestriels des grands groupes bancaires ont été moins impactés en raison d'expositions directes et indirectes au *subprime* américain plus limitées et de la diversification de leurs activités, notamment en France.

## 2 | 2 Toutefois, à ce stade, la structure financière des grands groupes apparaît solide

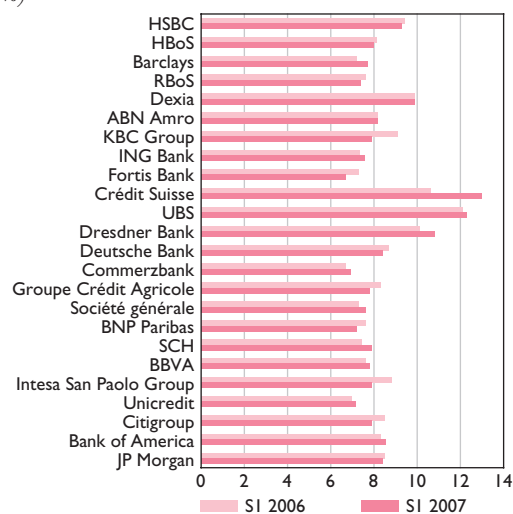
Il convient de rappeler que les grands groupes bancaires internationaux affichaient à mi-2007 des ratios de solvabilité de base (*Tier one*) solides, renforcés par plusieurs années de résultats nets élevés. Ils demeurent largement supérieurs au minimum réglementaire fixé à 4 % et permettent d'atteindre un degré significatif de robustesse, renforçant la capacité d'absorption de chocs externes importants.

Dans ce contexte, il demeure essentiel de suivre avec attention la manière dont la rentabilité des banques pourrait être affectée à court et à moyen terme compte tenu de la défiance des investisseurs vis-à-vis des produits les plus risqués ou les plus complexes, qui pourrait amorcer une désaffection à l'égard des produits structurés (« *flight to simplicity* ») et favoriser un processus de réintermédiation de certains actifs financiers dans les bilans bancaires.

Par ailleurs, les risques d'illiquidité (déjà évoqués en 2006 lors de la précédente étude <sup>2</sup>) qui résultent de prises de positions sur des segments de marché parfois étroits (produits structurés, CDO en particulier) ainsi que la part croissante depuis 2006 des financements d'entreprises à effet de levier (*leverage buy-out*), qui ne sont pas toujours faciles à redistribuer, soulignent l'importance, dans le cadre de la crise actuelle, des questions relatives à la valorisation des produits complexes et à la gestion du risque de liquidité.

### Ratios de solvabilité *Tier one* (1<sup>er</sup> semestre 2007 / 1<sup>er</sup> semestre 2006)

(en %)



Source : Données des établissements

2 Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006

## Annexe I

## Les opérations de rapprochement bancaire depuis le début de 2006

## Les quinze principales opérations dans le monde

(montants en milliards d'euros)

Acquéreur	Cible	Montant
Royal Bank of Scotland (R-U), Santander (Espagne), Fortis (Belgique)	ABN Amro (Pays-Bas)	72,0
Banca Intesa (Italie)	Sanpaolo IMI (Italie)	29,6
UniCredit (Italie)	Capitalia (Italie)	21,9
Wachovia Corp. (États-Unis)	Golden West Financial Corp. (États-Unis)	20,2
Natexis Banques populaires (France)	Actifs de la CNCE (France)	17,8
Bank of New York (États-Unis)	Mellon Financial (États-Unis)	12,4
Citigroup (États-Unis)	Nikko Cordial (Japon)	10,2
Capital One Financial Corp. (États-Unis)	North Fork Bancorp. (États-Unis)	10,0
Banca Monte dei Paschi di Siena (Italie)	Banca Antonveneta (Italie)	9,0
BNP Paribas (France)	BNL (Italie)	8,9
Banca popolare di Verona e Novara (Italie)	Banca popolare italiana (Italie)	8,2
Regions Financial Corp. (États-Unis)	AmSouth Bancorp. (États-Unis)	7,7
BBVA (Espagne)	Compass Bancshares (États-Unis)	6,7
Banche popolari Unite (Italie)	Banca Lombarda e Piemontese (Italie)	6,4
Crédit agricole (France)	Cariparma; FriulAdria; 193 agences de Banca Intesa (Italie)	6,0

## De grands mouvements de concentration bancaire dans certains marchés domestiques

C'est en Italie que les rapprochements les plus significatifs entre groupes nationaux ont été réalisés depuis deux ans. Ainsi, celui de Banca Intesa et de Sanpaolo IMI, en 2006, a conduit à la constitution du premier groupe bancaire du pays devant UniCredit. Celui-ci devrait de nouveau se renforcer grâce à son rapprochement avec Capitalia à la fin de 2007. Par ailleurs, l'acquisition annoncée en novembre 2007 de Banca Antonveneta par Banca Monte dei Paschi di Siena permettrait la constitution du troisième groupe bancaire. À un moindre niveau, les banques populaires ont réalisé des opérations significatives de rapprochement.

Comme en Italie, étant donné la structure du marché bancaire domestique, des rapprochements significatifs ont eu lieu aux États-Unis. Ainsi, en 2006, le rachat de Golden West Financial par Wachovia a fait passer ce dernier au quatrième rang national, tandis que JP Morgan Chase achetait les activités de banque de détail de Bank of New York. Bank of America pourrait également réaliser une opération

d'envergure en procédant à l'acquisition de La Salle, filiale d'ABN Amro.

En France, le groupe Caisse d'épargne a conclu au premier semestre 2006 un accord avec le groupe Banque populaire pour l'apport de ses activités de banque de financement et d'investissement à Natexis Banques populaires, qui prend le nom de Natixis. La nouvelle configuration, autorisée par les autorités de tutelle, laisse les deux réseaux de banque de détail en concurrence.

## Des opérations transfrontalières d'envergure dans l'Union européenne

Après l'acquisition du groupe allemand Hypovereinsbank réalisée en 2005 par UniCredit, c'est aux Pays-Bas que le plus important rapprochement bancaire jamais réalisé en Europe a eu lieu en 2007. À l'issue d'une compétition de plusieurs mois entre Barclays et le consortium Royal Bank of Scotland (RBoS), Santander et Fortis, ce dernier a emporté l'acquisition d'ABN Amro. Le groupe doit être drastiquement réorganisé, RBoS acquérant les activités aux

États-Unis et en Asie, Santander celles en Europe du sud et au Brésil, tandis que Fortis devrait rapprocher les activités de banque de détail des deux groupes aux Pays-Bas.

Par ailleurs, en 2006, BNP Paribas et Crédit agricole ont opéré des acquisitions importantes en Italie. Le premier a pris le contrôle de BNL, sixième banque par le montant des crédits et dotée d'un réseau d'environ 800 agences. Crédit agricole est parvenu à un accord avec Banca Intesa en vue de l'acquisition de Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza, de Banca Popolare FriulAdria et de 193 agences de Banca Intesa, soit un total de 654 agences.

### Des acquisitions dans les pays porteurs, notamment émergents

En Asie, l'ouverture du secteur bancaire chinois, dans le sillage de l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001, a continué d'attirer les grands groupes étrangers. La compétition a été particulièrement forte pour l'acquisition d'une participation minoritaire dans Guandong Development Bank, onzième banque du pays, remportée par Citigroup aux dépens d'un consortium dirigé par la Société générale. On peut noter par ailleurs que, au Japon, Citigroup a cessé ses activités de crédit à la consommation en raison

d'un contexte moins favorable à cette activité (loi sur le surendettement instituant notamment un plafonnement des taux), mais a acquis le troisième courtier du pays, Nikko Cordial.

L'amélioration de l'environnement économique en Amérique latine a entraîné des investissements au Brésil, où UBS a acquis Banco Pactual en 2006 pour développer ses activités de gestion d'actifs et de fortune, tandis que les groupes français BNP Paribas et Société générale se sont renforcés dans le secteur du crédit à la consommation.

Les grands groupes étrangers ont intensifié leur présence déjà forte en Europe centrale et de l'est. En Russie, la Société générale a notamment acheté 20 % de Rosbank, numéro deux en banque de détail, dans la perspective d'en prendre le contrôle avant la fin de 2008. Pour sa part, le secteur bancaire ukrainien a fait l'objet de plusieurs acquisitions parmi les principales banques, notamment de la part des grands groupes français.

Enfin, la fragmentation encore importante du système bancaire aux États-Unis continue de susciter l'intérêt de grands groupes étrangers. Ainsi, les deux principales banques espagnoles réalisent des investissements dans le sud du pays, à destination des populations hispanophones peu bancarisées. BBVA a ainsi acquis Compass Bancshares en 2007.

## Annexe 2

### Méthodologie

#### Les banques de l'échantillon

L'étude sur la rentabilité des banques internationales se fonde sur l'analyse des résultats sur base consolidée de grands groupes bancaires appartenant aux neuf pays ou groupes de pays suivants : Allemagne, Benelux, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Suisse. Le choix des établissements de crédit a été effectué en fonction du niveau de leurs fonds propres de base (Tier 1) au sens de l'accord de Bâle sur le ratio international de solvabilité, d'après l'enquête publiée par la revue *The Banker* en juillet 2007. Les échantillons par pays sont les suivants :

**Allemagne** : Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank ;

**Benelux** : ING, ABN Amro, Fortis, Dexia, KBC ;

**Espagne** : Santander Central Hispano (SCH), Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) ;

**États-Unis** : Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase & Co ;

**France** : Groupe Crédit agricole, BNP Paribas, Société générale ;

**Italie** : UniCredit, Intesa Sanpaolo ;

**Japon** : Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group, Sumitomo Mitsui Financial Group ;

**Royaume-Uni** : HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays, HBoS ;

**Suisse** : UBS, Crédit Suisse.

#### La comparaison des résultats et de la rentabilité

L'étude s'appuie sur deux sources de données :

- les comptes de résultats consolidés des groupes pour les exercices 2005 et 2006, arrêtés au 31 décembre, sauf pour les banques japonaises, qui arrêtent leurs comptes au 31 mars. Les données sont issues de la base *Bankscope* ;

- les comptes de résultats consolidés des groupes européens et ceux des États-Unis, pour les premiers semestres 2006 et 2007, arrêtés au 30 juin. Les données sont tirées des documents publiés par ces groupes.

Pour les pays hors zone euro, les données ont été converties en euros. Les pourcentages de variation d'une période sur l'autre ainsi que les ratios de rentabilité ont été calculés à partir des données exprimées en monnaie nationale, afin d'éviter les effets liés aux fluctuations des taux de change.

# Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen

**Françoise MAGNAN-MARIONNET**

Service des Relations monétaires internationales

**Pascale CONTAMINE**

Service des Relations européennes

**Philippe BONZOM**

Direction des Relations internationales et européennes

*Douze ans après la signature des accords de Barcelone, le bilan du volet économique du partenariat euro-méditerranéen, qui réunit les vingt-sept États membres de l'Union européenne (UE) et douze pays de la Méditerranée (Albanie, Algérie, Égypte, Israël, Jordanie, Liban, Maroc, Mauritanie, Territoires palestiniens, Syrie, Tunisie et Turquie), s'avère mitigé.*

*Signés en 1995, les accords de Barcelone ont pour objectif de créer une prospérité partagée grâce à l'instauration d'une zone de libre-échange euro-méditerranéenne à l'horizon de 2010. Ils ont également pour ambition de soutenir les pays du sud et de l'est de la Méditerranée dans leur processus de développement socio-économique, d'insertion dans l'économie mondiale et de modernisation, par le biais d'une assistance financière et d'un dialogue institutionnel.*

*L'UE a signé des accords d'association avec l'ensemble des pays partenaires méditerranéens (PPM) à l'exception de la Mauritanie. Dans ce contexte, les PPM ont notamment mis en place un processus de réduction de leurs tarifs douaniers non agricoles. Néanmoins, les échanges entre l'UE et les PPM ne se sont pas intensifiés, en liaison avec l'apparition de nouveaux acteurs dans la zone méditerranéenne, la dilution des accords commerciaux existants et la faiblesse de l'intégration entre les pays du sud et de l'est de la Méditerranée. De plus, la libéralisation des échanges dans l'agriculture et les services demande à être poursuivie, ces secteurs ayant été exclus de la plupart des accords d'association. Enfin, la structure des échanges entre le Nord et le Sud demeure asymétrique.*

*Malgré un accroissement substantiel des concours financiers accordés par l'UE aux PPM, ces derniers n'ont pas, dans l'ensemble, convergé vers les standards de niveau de vie de l'UE. En effet, la lenteur des réformes institutionnelles, les tensions géopolitiques régionales et le manque de dynamisme de l'appareil productif lié à la faiblesse de l'investissement national et étranger ont pesé sur la croissance des PPM (et, partant, sur les échanges UE-PPM).*

*Le projet de création d'une « Union pour la Méditerranée » aujourd'hui proposé par la France, et soutenu par l'Italie et l'Espagne, vise à renforcer la coopération entre les deux rives de la Méditerranée autour de projets concrets.*

Mots-clés : intégration régionale, banques centrales, Union européenne, pays partenaires méditerranéens, PPM, transferts des migrants, Alena, commerce international, investissement, IDE

Codes JEL : F13, F15, F24

NB : Les auteurs tiennent à remercier, au service des Relations monétaires internationales, Luc Jacolin pour ses précieuses remarques et Ariane Hautcœur pour son assistance en matière de recherches. Cette étude a également bénéficié de la collaboration de Maud Gauthier, stagiaire de l'École nationale de la Magistrature.

Depuis plus de 10 ans, le processus de Barcelone réunit l'UE et les pays de la rive sud de la Méditerranée dans un cadre original d'intégration régionale Nord-Sud qui couvre les aspects économique, social, politique et culturel.

Au moment où la France propose la création d'une Union pour la Méditerranée, cette étude présente une analyse du volet économique et financier du partenariat euro-méditerranéen en vigueur depuis 1995.

Elle expose les objectifs du partenariat, dont la création d'une zone de libre-échange à l'horizon de 2010 (cf. section 1]). Elle présente ensuite les instruments financiers qui accompagnent la mise en œuvre de réformes dans les PPM et la contribution des banques centrales de l'Eurosystème et, en son sein, de la Banque de France, à la coopération euro-méditerranéenne (cf. section 2]).

Elle dresse, enfin, le bilan économique de ce partenariat (cf. section 3]) et analyse les raisons de résultats en demi-teinte (cf. section 4]).

## I | Objectifs du partenariat

### I | I Fondements historiques

Une coopération a été instituée, dès les années soixante, entre l'UE et la Turquie, le Maroc et la Tunisie. Elle s'est matérialisée, par la suite, par des accords de coopération d'une durée illimitée assortis de protocoles financiers bilatéraux renégociés tous les cinq ans. Dans les années quatre-vingt-dix, la signature des accords d'Oslo relatifs à la relance du processus de paix au Moyen-Orient a conduit l'UE à repenser sa politique vis-à-vis de la zone méditerranéenne, dans le cadre d'une approche plus globale.

Un programme ambitieux de partenariat de développement a été adopté à la Conférence (des ministres des Affaires étrangères) euro-méditerranéenne de Barcelone de novembre 1995. Ce partenariat s'appuyait sur des accords d'association entre l'UE à 15 et douze États et Territoires du sud et de l'est de la Méditerranée : Algérie, Chypre, Égypte,

Israël, Jordanie, Liban, Malte, Maroc, Territoires palestiniens, Syrie, Tunisie et Turquie.

La déclaration de Barcelone a amorcé un processus de coopération multilatérale fondé sur trois volets :

- un volet politique, dont l'ambition est de créer une zone de paix et de stabilité ;
- un volet économique, qui vise à construire une zone de prospérité partagée ;
- un volet social, culturel et humain, dont l'objectif est d'améliorer la compréhension mutuelle des peuples de la région et d'encourager l'émergence d'une société civile active.

En novembre 2007, l'Albanie et la Mauritanie <sup>1</sup> ont été accueillies dans le partenariat euro-méditerranéen. Actuellement, ce dernier comprend donc les vingt-sept États membres de l'UE et douze partenaires méditerranéens (Chypre et Malte ayant rejoint l'UE en mai 2004). La Libye a le statut d'observateur.

Depuis 2004, le partenariat euro-méditerranéen s'inscrit dans le cadre plus large de la politique européenne de voisinage (PEV). Celle-ci vise au renforcement de la coopération entre l'Europe élargie à 27 et les pays qui bordent ses frontières à l'est et le long des côtes sud de la Méditerranée <sup>2</sup>. L'objectif de la PEV est d'intensifier le processus d'intégration économique en contrepartie de la mise en œuvre de réformes économiques, politiques et institutionnelles dans les pays voisins de l'UE. La PEV approfondit donc le cadre de Barcelone en offrant des perspectives accrues d'intégration économique en contrepartie de progrès concrets concernant le respect de valeurs communes (démocratie et droits de l'homme, règles de droit, bonne gouvernance, principes d'économie de marché et développement durable).

### I | 2 Fondements économiques

La logique économique de la construction euro-méditerranéenne repose, en premier lieu, sur la proximité géographique et culturelle existant entre rives nord, sud et est de la Méditerranée. Ainsi, la

<sup>1</sup> La Mauritanie (comme la Jordanie) n'appartient pas, géographiquement, au pourtour méditerranéen.

<sup>2</sup> La PEV englobe l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Biélorussie, la Géorgie, la Moldavie, l'Ukraine, la Libye et neuf PPM (la PEV ne couvre pas la Mauritanie, et ne concerne ni la Turquie ni l'Albanie en raison de leurs statuts respectifs de candidat et de candidat potentiel à l'UE). La PEV devait également être destinée à la Russie. Toutefois, cette dernière a refusé d'y participer. L'UE a développé avec la Russie un partenariat stratégique en marge de la PEV.

proximité géographique, en réduisant les coûts de transport, favorise les échanges avec les pays voisins, les transferts de technologies ou de savoirs ainsi que l'internationalisation des PME <sup>3</sup>.

La mise en œuvre du processus de Barcelone a également pour but d'introduire un double choc positif :

- un choc d'offre, grâce au démantèlement progressif des barrières douanières qui devrait permettre, dans un environnement plus concurrentiel, une rationalisation de la production et la réalisation de gains de productivité ;

- un choc de demande, en ouvrant de nouveaux marchés aux exportateurs des deux rives.

À terme, la création d'une zone de libre-échange vise à favoriser une allocation plus optimale des facteurs de production en fonction des avantages comparatifs respectifs des pays et notamment à éliminer les situations de rente rencontrées dans les PPM.

Enfin, l'une des caractéristiques de ce partenariat réside dans sa portée stratégique, tant pour les pays du nord que pour les pays du sud de la Méditerranée. Pour l'UE, il permet également d'assurer une meilleure

## ENCADRÉ I

## Les PPM, une zone hétérogène

## Caractéristiques des PPM

(population en millions, taux de croissance et d'inflation en %, superficie en milliers de km<sup>2</sup>, PIB/hab en parité de pouvoir d'achat – PPA en dollars)

	Population		Croissance de la population		Superficie	Croissance annuelle du PIB réel		PIB/hab		Inflation	
	1995	2006	1995	2006		2006	1995	2006	1995	2006	1995
Albanie	3,04	3,15	0,13	0,50	27	8,90	5,00	2 636	5 727	7,79	2,37
Algérie	28,06	33,49	2,05	1,79	2 382	3,85	3,59	4 776	7 827	29,78	2,53
Égypte	57,51	72,13	2,07	2,00	995	4,48	6,84	2 835	4 836	15,74	7,64
Israël	5,37	6,87	3,34	2,20	22	7,79	5,21	21 294	30 464	10,04	2,11
Jordanie	4,29	5,63	3,66	2,56	88	6,19	6,30	3 446	5 542	2,35	6,25
Liban	3,12	3,70	2,00	1,30	10	6,50	0,00	3 974	5 457	nd	nd
Maroc	26,44	30,44	1,38	0,97	446	- 6,58	8,00	2 885	4 956	6,12	3,28
Mauritanie	2,22	2,89	2,50	2,40	1 025	9,82	11,45	1 677	2 504	6,54	6,24
Syrie	14,29	19,15	3,65	2,70	184	5,42	4,41	3 457	4 117	7,98	10,02
Tunisie	8,96	10,27	1,52	1,30	155	2,35	5,36	4 678	8 898	6,24	4,49
Turquie	60,64	72,56	1,69	1,34	770	7,19	6,10	5 494	9 107	88,11	10,51

nd : non déterminé

Sources : FMI, Banque mondiale

D'un point de vue géographique, les PPM forment un ensemble hétérogène. L'Égypte, qui compte plus de 72 millions d'habitants, est près de vingt-cinq fois plus peuplée que la Mauritanie. L'Algérie, le plus vaste des PPM, s'étend sur plus de 2 millions de km<sup>2</sup> alors que la superficie du Liban n'est que de 10 000 km<sup>2</sup>.

En règle générale, sur l'ensemble de la période sous revue, les PPM ont enregistré des taux de croissance robustes. Ils ont plus particulièrement bénéficié, ces dernières années, d'une conjoncture internationale favorable (développement du tourisme, accroissement des investissements directs étrangers). Les pays producteurs d'hydrocarbures (l'Algérie, l'Égypte, la Tunisie et, plus marginalement, la Mauritanie) ont, en outre, tiré profit de la hausse du prix du pétrole. Néanmoins, les niveaux de PIB par habitant sont très disparates, allant de quelque 2 500 dollars en Mauritanie à 4 000 en Syrie, 7 800 en Algérie et plus de 30 000 en Israël.

Les taux d'inflation se sont inscrits en nette baisse depuis 1995 en liaison avec la mise en œuvre de politiques monétaires plus rigoureuses ; mais ils demeurent encore sensiblement différents (2,5 % en Algérie, contre plus de 10 % en Syrie et en Turquie).

3 L'importance des déterminants géographiques dans la croissance et la structure du commerce international est avancée, tant dans les nouvelles théories du commerce international, à la suite des travaux de Krugman (1991), que dans les études empiriques utilisant les modèles de gravité, depuis les travaux de Tinbergen (1962).



protection des investissements, de soutenir les réformes structurelles et démocratiques dans les PPM, et d'approfondir le dialogue politique notamment concernant les évolutions des conflits régionaux ou la gestion des flux migratoires. Pour les PPM, l'objectif recherché, en corollaire d'une plus grande intégration dans les échanges mondiaux, consiste à améliorer le niveau de vie des populations et à favoriser l'implantation de firmes multinationales en rassurant les investisseurs sur leur volonté de se rapprocher des standards des pays développés (cf. Michalet, 2004).

### I | 3 Programme de Barcelone : établir une zone de prospérité partagée

La déclaration de Barcelone est de nature politique et n'a pas de valeur juridique propre. Néanmoins, progressivement, les différentes parties ont considéré qu'elle constituait l'acte fondateur du partenariat euro-méditerranéen.

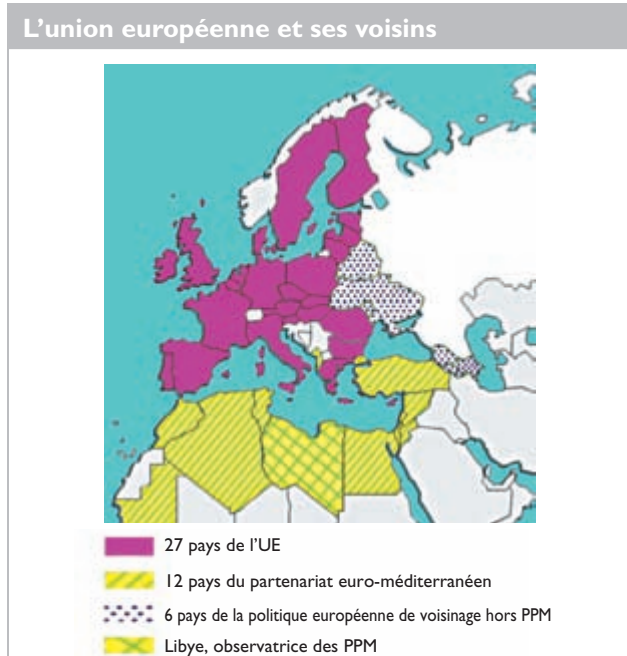
Les objectifs du volet économique et financier du processus de Barcelone sont :

- l'établissement d'une zone de libre-échange euro-méditerranéenne à l'horizon de 2010 ;
- le soutien de l'UE au développement des PPM en facilitant notamment leur transition économique et en les aidant à faire face aux défis posés par l'ouverture économique.

#### Promouvoir la coopération et l'intégration régionale

Lors du sommet de Barcelone, en vue de développer le libre-échange graduel d'ici 2010, les différents partenaires se sont engagés à éliminer progressivement les obstacles tarifaires et non tarifaires aux échanges de produits manufacturés.

Les parties ont également manifesté leur volonté de libéraliser progressivement le commerce de produits agricoles et agro-alimentaires entre l'UE et les PPM d'ici 2010 dans la mesure permise par les différentes politiques agricoles, avec notamment des exceptions pour les produits les plus sensibles dont la libéralisation totale pourrait avoir des impacts



économiques et sociaux négatifs dans les PPM. En outre, les accords d'association devront contenir des dispositions qui prévoient, à terme, d'inclure la libéralisation du commerce des services (y compris le droit d'établissement).

Il s'agit de parvenir progressivement à une convergence dans les domaines commerciaux et réglementaires, de poursuivre des politiques fondées sur les principes de l'économie de marché, de participer au développement du secteur privé et de favoriser les transferts de technologie.

Avec la PEV, ces objectifs doivent désormais s'inscrire dans la perspective d'une participation au marché intérieur de l'UE.

#### Accélérer le rythme d'un développement socio-économique durable dans les PPM

La déclaration de Barcelone souligne la nécessité d'améliorer les conditions de vie et l'emploi dans les PPM et de réduire les écarts de développement au sein de la région Euromed.

L'investissement, et notamment l'investissement direct étranger, doit constituer le socle de ce développement économique. Les différents partenaires se sont donc accordés sur l'importance de mettre en œuvre, dans les PPM, des politiques macroéconomiques saines et

des réformes institutionnelles pour créer un climat propice au développement des investissements.

La réalisation de cet objectif doit également s'accompagner d'un accroissement substantiel de l'assistance financière de l'UE à destination des PPM.

Enfin, les partenaires ont convenu de renforcer le dialogue sur leurs politiques économiques respectives et sur la manière d'optimiser la coopération financière.

*Nota bene : l'ensemble des évaluations économiques et financières ci-après ne porte ni sur l'Albanie ni sur la Mauritanie, puisque ces deux pays viennent juste de rejoindre le partenariat euro-méditerranéen.*

## 2| Instruments de la coopération

Le partenariat euro-méditerranéen repose sur un cadre institutionnel incluant un dispositif bilatéral et un dispositif multilatéral Nord-Sud et sur l'octroi d'une assistance financière de l'UE à destination des PPM.

### 2|1 Cadre bilatéral : accords d'association

Les accords d'association comprennent des dispositions générales et des caractéristiques spécifiques aux relations entre l'UE et chaque PPM. En fonction des différents pays, des domaines de coopération de plus en plus nombreux ont été introduits<sup>4</sup>.

La négociation des accords a été particulièrement lente : près de dix ans se sont écoulés entre la signature du premier d'entre eux — avec la Tunisie en 1995 — et de l'avant-dernier — avec la Syrie (un projet d'accord a été paraphé en octobre 2004 et n'a pas encore été ratifié).

Des accords d'association sont actuellement en vigueur entre l'UE et la Tunisie (1995), Israël (2000), le Maroc (2000), la Jordanie (2002), l'Égypte (2004), l'Algérie (2005) et le Liban (2006). Les relations avec l'Autorité palestinienne (1997) sont régies sur une base intérimaire<sup>5</sup>. La Turquie est liée à l'Europe par une union douanière<sup>6</sup> (1996).

Comparativement, l'entrée en vigueur des accords d'association signés par l'UE, à partir de 1991, avec ses futurs nouveaux États membres a été beaucoup plus rapide (moins de trois ans), témoignant d'une volonté et d'un objectif politiques plus forts de l'ensemble des parties.

### 2|2 Cadre multilatéral : renforcement du dialogue sur les politiques macroéconomiques

Le processus de Barcelone a établi un cadre multilatéral (de région à région) de négociation essentiellement intergouvernemental mais aussi interparlementaire. Les rencontres ont lieu à plusieurs niveaux :

- réunions ministérielles sectorielles qui lancent, dans chaque domaine (affaires étrangères, commerce, industrie, agriculture, finances, énergie...), des coopérations concrètes et préparent des initiatives communes. On compte une vingtaine de réunions depuis l'origine du processus euro-méditerranéen ;
- comité Euromed, réunissant, environ tous les deux mois, les hauts fonctionnaires de l'ensemble des pays partenaires et de la Commission européenne ; il est chargé d'assurer la coordination du partenariat et la cohérence des activités dans tous les volets de coopération.

Par ailleurs, le processus de Barcelone a abouti à la création, en 2004, de l'Assemblée parlementaire euro-méditerranéenne. Elle s'est réunie trois fois en session plénière. Elle regroupe 240 parlementaires (120 parlementaires méditerranéens, 75 membres des parlements nationaux et 45 représentants du Parlement européen). L'Assemblée a un pouvoir consultatif et de recommandation.

Le dialogue Nord-Sud amorcé depuis 1995 demeure balbutiant (cf. Sapir, 2007). En particulier, la fréquence des réunions ministérielles sectorielles, des réunions du comité Euromed ou de l'Assemblée euro-méditerranéenne demeure faible au regard du champ du partenariat. Enfin, la gestion pratique du partenariat incombe essentiellement à la seule Commission européenne (préparation de rapports sur les PPM, programmation pluriannuelle, élaboration de plans d'action, financement et contrôle).

<sup>4</sup> Par exemple, la liberté d'établissement des entreprises fait partie du champ d'application des accords d'association avec l'Égypte, Israël, le Maroc et la Tunisie.

<sup>5</sup> Un accord de stabilisation et d'association, signé entre l'UE et l'Albanie en 2006, est également en cours de ratification.

<sup>6</sup> Une union douanière est un accord commercial régional dont les États membres ont adopté une politique commerciale commune vis-à-vis des pays tiers. Une union douanière résulte souvent de l'approfondissement d'une zone de libre-échange.

## 2 | 3 Assistance financière

### Programmes MEDA (1995-2006)

De 1995 à 2006, la Commission, en collaboration avec chacun des PPM<sup>7</sup>, élaborait des programmes d'aide à la transition économique, financés au titre de MEDA (acronyme faisant référence à « mesures d'ajustement »). Les bénéficiaires des financements pouvaient être les États, les régions, les autorités locales, les organismes publics, et les organisations non gouvernementales.

MEDA I était doté de 3,435 milliards d'euros pour la période 1995-1999. En juillet 2005, l'évaluation des programmes réalisée par des experts indépendants, à la demande de la Commission européenne, a montré que, compte tenu notamment de la complexité des procédures, le rapport entre les paiements et les engagements n'avait été que de 28,6 % (soit 875 millions d'euros réellement attribués). De 2000 à 2006, les montants mis à la disposition des PPM *via* MEDA II s'élevaient à 5,35 milliards d'euros.

### Nouvel instrument européen de voisinage et partenariat (IEVP)

L'élaboration d'un instrument européen unique à l'appui de la PEV a été envisagée pour la première fois par la Commission en 2003. Depuis janvier 2007, l'IEVP remplace les programmes géographiques et thématiques existants et simplifie les procédures de la coopération transfrontalière, en finançant des programmes conjoints de l'UE et de pays partenaires ayant une frontière terrestre ou maritime commune.

L'IEVP dispose de 11,2 milliards d'euros pour 2007-2013 (soit 32 % de plus que le total de 8,5 milliards, pour la période équivalente 2000-2006, résultant de l'enveloppe MEDA de 5,3 milliards, de l'enveloppe TACIS de 2,3 milliards et de l'enveloppe consacrée aux programmes thématiques de 0,5 milliard).

L'élargissement de la zone d'intervention (désormais Est et Sud) a posé la question de la répartition des aides. La France, avec le soutien des membres du sud de l'UE, a défendu la nécessité de donner des assurances claires

aux PPM sur les engagements de l'UE. Il a ainsi été obtenu que la répartition antérieure soit maintenue jusqu'en 2010, soit deux tiers pour le Sud et un tiers pour les partenaires orientaux de la PEV.

### BEI et facilité euro-méditerranéenne d'investissement et de partenariat (Femip)

Depuis les années soixante-dix et plus encore depuis la mise en place du partenariat euro-méditerranéen en 1995, la Banque européenne d'investissement (BEI) intervient également dans cette zone. Elle accorde des prêts et des aides financières aux PPM. Ses modalités d'intervention ont été remodelées à partir de 2002 avec la mise en œuvre de la facilité euro-méditerranéenne d'investissement et de partenariat (Femip). Financée sur les ressources propres de la BEI et sur le budget de l'UE, la Femip vise en particulier à développer l'activité économique du secteur privé et à soutenir la création d'un environnement propice à l'investissement :

- prêts à long terme (jusqu'à 12 ans) ;
- financements sur capitaux à risque destinés à la constitution ou au renforcement des fonds propres des entreprises ;
- fonds d'assistance technique, aide non remboursable destinée à financer l'identification, la conception et la gestion de projets.

Entre 2002 et 2006, au travers de la Femip, la BEI a octroyé des prêts pour un montant d'environ 6 milliards d'euros.

Pour la seule année 2006, la Femip a accordé plus de 1,3 milliard d'euros. 43 % ont servi à soutenir des projets d'infrastructures, notamment dans le secteur de l'énergie, 24 % ont été alloués à la protection de l'environnement et 15 % à l'industrie. Au titre de l'assistance technique, la Femip a financé des opérations pour 12,3 millions d'euros (cf. BEI, 2007).

Pour la période 2007-2013, l'UE a fixé à 8,7 milliards d'euros le plafond indicatif des prêts de la BEI dans les PPM, ce qui correspond à une augmentation substantielle de l'ordre de 34 % par rapport à la période 2002-2006.

7 Depuis 2002, les activités de coopération avec la Turquie sont financées par une enveloppe financière à part gérée par la direction générale Élargissement et non plus par MEDA.

## Augmentation substantielle des aides

Globalement, les engagements financiers de l'UE en faveur des PPM se sont inscrits en hausse sensible (cf. tableau 1) : + 21 % en 2000-2006 par rapport à 1995-1999.

S'agissant des aides hors BEI, le soutien apporté par l'UE aux pays d'Europe centrale et orientale (Peco) entre 1995 et 2004 a été sans commune mesure avec celui affecté aux PPM *via* les fonds MEDA : il avoisinait 26 euros par habitant et par an pour les Peco, contre 1,8 euro pour les PPM (cf. Abis, 2005). Il est vrai que l'aide aux Peco préparait leur adhésion à l'UE.

Pour la période à venir 2007-2013, l'aide financière (BEI comprise) accordée aux PPM devrait encore

**Tableau 1 Évolution des aides UE**

(hors aides bilatérales accordées par chaque pays membre de l'UE)

(en milliards d'euros, augmentation en %)

	1995-1999	2000-2006	2007-2013
MEDA puis PEV	0,9	5,4	7,5 (a)
BEI (Femip à partir de 2002)	4,6	6,5	8,7
<b>Total période</b>	<b>5,5</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>
Moyenne annuelle	1,4	1,7	2,3
Augmentation	-	+ 21	+ 35

(a) L'hypothèse retenue est celle d'une allocation des fonds selon la clé de répartition suivante : 1/3 pour les partenaires orientaux de la PEV et 2/3 pour les PPM.

Source : calculs de la Banque de France

croître de quelque 35 % par rapport à la période précédente.

### ENCADRÉ 2

#### Projet de banque euro-méditerranéenne de développement

En 2001, le Conseil européen a invité la Commission à examiner l'hypothèse de création d'une banque euro-méditerranéenne. Cette suggestion répondait aux appels lancés par les pays du sud de l'UE, pour apporter au secteur privé des PPM les financements dont ils ont besoin pour stimuler l'économie de la région. L'idée était de créer une banque à l'image de celle fondée en 1990 pour l'Europe de l'Est (Banque européenne de reconstruction et de développement).

Dans son rapport de 2002, la Commission a estimé que la création d'une véritable banque euro-méditerranéenne, séparée de la BEI, permettrait d'élargir les capacités de financement grâce à l'ouverture à d'autres membres fondateurs. Une banque euro-méditerranéenne, filiale de la BEI, aurait, quant à elle, l'avantage d'offrir des perspectives plus immédiates de financement à un taux intéressant, la nouvelle banque bénéficiant de la réputation de la BEI.

En 2003, le conseil Ecofin n'a pas donné suite au projet de banque. Il s'est prononcé en faveur d'une « Femip renforcée », dotée de deux éléments complémentaires : une enveloppe financière spéciale, pouvant atteindre un milliard d'euros, affectée aux opérations présentant un profil de risque élevé, et un fonds fiduciaire permettant à d'autres donateurs d'apporter des ressources complémentaires sur une base volontaire.

Ces discussions sur la création d'une banque euro-méditerranéenne se sont déroulées dans le contexte d'une UE assez divisée sur le sujet, en fonction des priorités géographiques de ses membres et de la pression plus générale s'exerçant sur le budget communautaire.

## 2 | 4 Rôle des banques centrales

Il s'agit pour les banques centrales de l'UE de soutenir le développement des banques centrales des PPM et de les aider ainsi à jouer efficacement leur rôle.

## Séminaires de haut niveau et groupes de travail

Depuis 2004, des séminaires euro-méditerranéens réunissent les gouverneurs des banques centrales de l'Eurosystème et de l'ensemble des PPM<sup>8</sup>.

8 Ces séminaires se sont tenus à Naples (2004), Cannes (2005), Nauplie (2006), Valencia (2007). Le prochain séminaire aura lieu en 2008 en Égypte.

Ces *fora* de discussion ne trouvent pas, officiellement, leur fondement dans le processus de Barcelone mais leur objectif est de favoriser un dialogue régulier et de haut niveau avec les banques centrales des PPM, d'échanger des points de vue sur les évolutions économiques, financières et monétaires<sup>9</sup> et de tisser des liens professionnels et personnels entre l'ensemble des banquiers centraux de la région. Dans ce cadre, la Banque de France a organisé à Cannes, conjointement avec la BCE, en 2005, le deuxième séminaire euro-méditerranéen.

### Formation, coopération technique et présence sur place

Dans le cadre de ses activités internationales, la Banque de France, par exemple, a tissé des relations étroites avec les banques centrales des PPM, principalement avec les banques centrales d'Algérie et du Maroc. Elle organise régulièrement des actions de formation auxquelles participent les banques centrales des PPM.

Ainsi, en 2006, 401 cadres de banques centrales des PPM ont participé à 20 séminaires dispensés par l'Institut bancaire et financier international (IBFI) de la Banque de France dont la mission est d'assurer des formations à l'intention des responsables de banques centrales étrangères. En 2006, l'IBFI a aussi organisé 10 séminaires sur place, au Maroc, en Algérie et en Albanie.

La Banque de France a également développé une importante coopération technique avec ses partenaires des PPM. En 2006, ses cadres ont effectué des missions sur plusieurs métiers de banque centrale (notamment lutte contre le blanchiment, gestion des risques opérationnels, audit, systèmes de paiement, systèmes d'information) et de supervision bancaire dans les pays suivants : Algérie, Maroc, Égypte, Liban, Tunisie, Turquie, Syrie et Mauritanie. Ces missions étaient organisées soit de manière bilatérale dans plusieurs pays, soit sous l'égide du FMI, de la Banque mondiale ou de l'Eurosystème.

Enfin, des cadres sont régulièrement détachés, pour des périodes de longue durée, dans des PPM : en Algérie et en Turquie (en tant que conseillers financiers d'ambassade et représentants de la Banque de France). Dans le cadre de la coopération technique,

la Banque de France a également détaché plusieurs experts auprès des banques centrales du Maroc (supervision bancaire), de Syrie (conseiller auprès du gouverneur) et d'Égypte (supervision bancaire, dans un projet piloté par la BCE), dans ce dernier cas sur financement européen MEDA.

## 3 | Bilan en demi-teinte

Douze ans après la signature des accords de Barcelone, le bilan du volet économique du partenariat euro-méditerranéen demeure mitigé tant au niveau du développement des échanges commerciaux que du développement socio-économique.

### 3 | I Échanges commerciaux

#### Efforts en termes d'ouverture

Au titre des accords d'association bilatéraux conclus entre l'UE et les PPM, tous les produits manufacturés en provenance des PPM ont désormais accès au marché de l'UE en franchise de droits de douane.

Réciproquement, les PPM ont mis en place un processus de démantèlement progressif de leurs tarifs douaniers qui s'étale en moyenne sur une douzaine d'années<sup>10</sup>. Néanmoins, les différences entre les pays restent marquées (cf. graphique 1) compte tenu de la lenteur rencontrée dans la ratification et l'application des accords d'association.

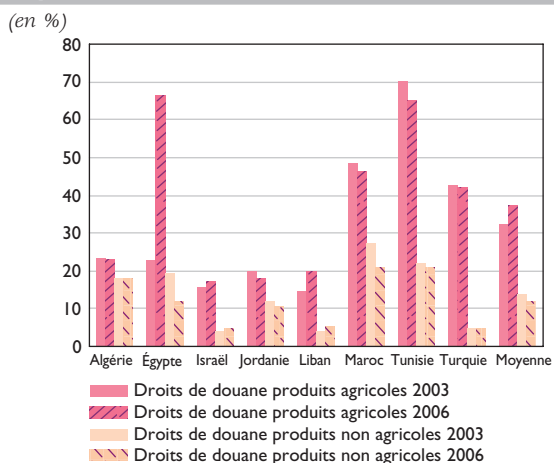
On peut distinguer un groupe de pays ayant encore des tarifs douaniers industriels élevés (Algérie, Maroc, Tunisie), des pays qui ont des droits de douane bas (Israël, Liban, Turquie) et des pays intermédiaires.

En outre, comparativement aux pays d'Amérique latine et à la zone Asie, les PPM ont encore une protection tarifaire élevée : ainsi la moyenne des droits de douane appliqués dans l'industrie, pondérée par les échanges, est de 15 % pour l'ensemble des PPM, contre 9,4 % en Asie du Sud-Est et 10,6 % pour les pays d'Amérique latine.

<sup>9</sup> En 2007, ont plus particulièrement été abordées les questions liées au cadre de la politique budgétaire et aux évolutions des liens commerciaux entre l'UE et les PPM.

<sup>10</sup> Ce régime remplace le dispositif antérieur qui reposait sur un système de préférences commerciales garantissant aux PPM l'accès au marché communautaire, sans contrepartie en termes de réduction des droits de douane pour les biens européens importés.

**Graphique 1 Évolution de la répartition des droits de douane appliqués à la nation la plus favorisée, entre 2003 et 2006**



Par ailleurs, le dialogue euro-méditerranéen a abouti à des avancées significatives notamment en matière de modernisation des procédures douanières. Les conférences des ministres du Commerce à Tolède en 2002 et à Palerme en 2003 ont respectivement initié et consolidé le plan d'actions sur la facilitation des échanges et de l'investissement. Les mesures qui sont en cours d'exécution dans les PPM englobent, pour le volet douanier, l'harmonisation et la simplification des procédures (automatisation et accélération, transparence, usage de systèmes d'information et de paiement électroniques, adoption d'un document administratif douanier unique). Par contre, les négociations dans les services avancent lentement (ceux-ci représentent environ 60 % du PIB des PPM).

Enfin, des progrès ont été accomplis dans le domaine des règles d'origine. La participation des PPM au système européen de cumul de l'origine autorise les entrepreneurs des PPM à bénéficier de tarifs préférentiels pour leurs marchandises qui auront subi des transformations dans différents pays de la région. Ceci devrait renforcer les incitations à l'investissement et accroître les possibilités de réalisation d'économies d'échelles dans la région.

## Intégration commerciale encore limitée

En volume, l'UE-15 réalise 7 % de ses exportations et de ses importations avec les PPM alors que l'UE-15 représente environ 34 % des exportations et 42 % des importations des PPM. Cette différence d'importance relative de chaque zone, l'une par rapport à l'autre, s'explique notamment par le poids économique de l'UE, et donc par sa plus grande attractivité, ainsi que par un écart sensible en termes de développement.

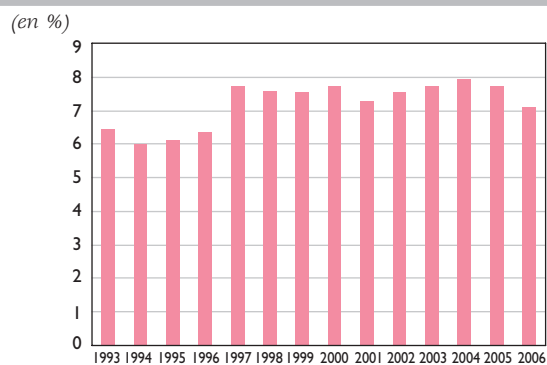
L'engagement dans le commerce avec l'UE est, en outre, différencié selon les pays. Ainsi, les pays du Maghreb échangent largement avec l'UE alors que les pays du Mashrek<sup>11</sup> ont intensifié leurs relations commerciales avec les États-Unis.

De plus, les échanges avec l'Europe sont assez peu dynamiques : ainsi, entre 1995 et 2006, la part des PPM dans les échanges de l'UE-15 est demeurée quasi stable autour de 7 % (cf. graphiques 2 et 3). Comparativement, en 2003, à la veille de leur entrée dans l'UE, la part des nouveaux États membres de l'UE s'élevait à 15 %.

Enfin, les échanges demeurent déséquilibrés :

- la position commerciale des PPM vis-à-vis de l'UE a continué de se dégrader sensiblement, le déficit commercial hors produits pétroliers des PPM vis-à-vis de l'UE-15 passant ainsi de 15,6 milliards de dollars au début de la décennie quatre-vingt-dix à

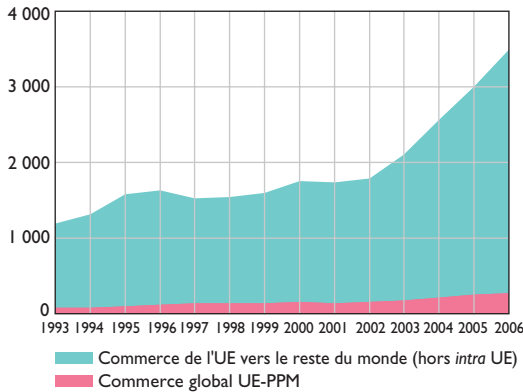
**Graphique 2 Part du commerce avec les PPM dans le commerce de l'UE-15**



11 Le Mashrek regroupe l'Égypte, la Jordanie, le Liban, les Territoires palestiniens et la Syrie.

**Graphique 3 Commerce de l'UE-15 avec les PPM et le reste du monde**

(en milliards de dollars)



Source : FMI (DOTS)

plus de 32 milliards de dollars en 2004. Les relations commerciales entre l'UE et les PPM se développent selon un modèle classique Nord-Sud. Malgré une amélioration du niveau technologique de leurs exportations, les PPM exportent surtout des produits naturels ou des produits manufacturés qui utilisent une main-d'œuvre importante et peu qualifiée ainsi qu'une technologie basse ;

- la diversification des produits (appréhendée au travers des échanges intra-branches) augmente peu. À titre de comparaison, au sein de l'Alena, s'est formé un système productif intra-branches régional, notamment dans l'automobile, les appareils électriques, l'informatique ou l'industrie des télécommunications, à l'origine du dynamisme de l'intégration économique de la région (cf. en encadré 3 des éléments de comparaison plus complets entre la zone Euromed et l'Alena).

**ENCADRÉ 3**

**Une comparaison Euromed/Alena**

L'Accord de libre échange nord américain a été créé en 1993 par le Canada, les États-Unis et le Mexique. Il est entré en vigueur dès 1994. Il prévoit essentiellement le démantèlement progressif de tous les droits de douane entre les pays signataires dans un délai maximum de dix ans (hormis quelques produits agricoles américains ou canadiens sensibles qui disposent d'un délai de quinze ans). Il comporte aussi quelques clauses relatives à la protection des travailleurs et à la protection de l'environnement. Il a été graduellement complété par des accords, parfois trilatéraux, mais parfois seulement bilatéraux, en matière de procédures douanières, de propriété intellectuelle, de règles d'origine...

On notera que tant le Mexique que le Canada ont choisi une politique de ciblage d'inflation, plutôt qu'une politique de ciblage du taux de change vis-à-vis de leur principal partenaire commercial. Il existe seulement des accords de swap entre les banques centrales des trois pays, institués par le North American Framework Agreement du 26 avril 1994.

Une comparaison entre l'Alena et le processus Euromed est intéressante de plusieurs points de vue :

- premièrement, la création de l'Alena, en 1993, a été, avec la perspective de l'élargissement de l'UE à l'est (cf. partie III), l'un des facteurs qui ont poussé les Européens à lancer, deux ans plus tard, en 1995, le processus de Barcelone. Ceci avec l'objectif de conserver un poids significatif dans l'économie mondialisée<sup>1</sup> ;
- deuxièmement, il s'agit, dans les deux cas, d'exemples d'intégration régionale Nord-Sud. Dans un tel modèle d'intégration, le partenaire du Nord cherche typiquement à ouvrir des marchés à ses produits et services à haute valeur ajoutée et, dans le cadre de la mondialisation, à maîtriser ses coûts de production industriels. Le partenaire du Sud cherche, lui, à s'ouvrir des marchés à l'exportation et à bénéficier de flux d'investissements étrangers et de transferts de technologie. Au-delà des aspects économiques, des externalités positives en termes de stabilité politique et sociale sont recherchées par tous les partenaires ;
- troisièmement, l'Alena comme l'Euromed sont des accords de libre-échange, mais qui comprennent aussi des dimensions environnementales et sociales, à l'époque novatrices. Les accords nord-américains de coopération dans le domaine du travail et l'environnement (Anact et Anace) ont créé des commissions de coopération spécialisées, des procédures de règlement des

.../...

<sup>1</sup> « Il devenait de plus en plus évident que l'UE devait élargir sa zone de proximité à la Méditerranée, si elle voulait garder une taille économique comparable aux grandes zones économiques qui se profilaient, à savoir l'Alena et l'Apec » (E. Rhein, ancien directeur Méditerranée de la Commission européenne et l'un des concepteurs de la déclaration de Barcelone, 1995).

différents notamment en matière sociale, ainsi qu'une « Banque de développement nord-américaine » (North American Development Bank) finançant des projets d'amélioration de l'environnement autour de la frontière entre les États-Unis et le Mexique.

En termes de PIB, les espaces Alena et Euromed sont très comparables (cf. tableau 1). Toutefois, en termes de PIB/habitant, l'espace Alena est plus riche que l'espace Euromed. On notera aussi que la partie sud de l'Alena (Mexique) est plus riche que la partie sud de l'Euromed (cf. tableau 2).

La différence majeure entre les deux ensembles réside dans leur degré d'intégration respectif : le Mexique réalise 85 % de ses exportations et 62 % de ses importations avec ses partenaires du Nord. Les chiffres correspondants pour le sud de l'Euromed (PPM) sont, respectivement, de 34 % et 42 % seulement (cf. tableau 2).

On retrouve, en revanche, dans les deux espaces (et de manière très forte pour l'Alena), le caractère très dissymétrique lié à l'existence d'un pôle dominant (respectivement États-Unis et UE) qui attire majoritairement le commerce de ses partenaires, alors que ces partenaires sont relativement moins importants pour lui.

Quinze ans après, le bilan de l'Alena donne lieu à controverses, notamment en matière de création nette d'emplois dans chacun des pays membres. Le commerce entre les partenaires a crû de 10 % par an. S'agissant plus particulièrement du Mexique, le bilan tiré est généralement positif même si trois facteurs ont pu conduire à des résultats inférieurs à ce qui était attendu : la crise interne du milieu des années quatre-vingt-dix, la récession américaine de 2000-2001 et les problèmes liés au climat des affaires ou aux réformes structurelles dans l'économie mexicaine (cf. Salvatore, 2006). Par ailleurs, les États-Unis ont élargi le champ de leur coopération sur le continent américain au-delà de l'Alena, en signant un nouvel accord de libre-échange avec les pays d'Amérique centrale (le DR-Cafta) lui-même complété par une série d'accords bilatéraux entre ces pays et le Mexique et le Canada. Enfin, les États-Unis continuent de défendre un projet d'une zone de libre-échange sur l'ensemble du continent américain (Zleu).

**Tableau 1 Taille comparée des espaces Euromed et Alena en 2006**

(population en millions ; PIB en PPA – milliards de dollars ; PIB/hab en parité de pouvoir d'achat – dollars)

	Euromed (a)	Alena
Population	747	436
PIB	15 686	15 348
PIB/hab	21 066	35 168

(a) Comprend, l'UE à 27 et les pays suivants : Algérie, Égypte, Israël, Jordanie, Liban, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie (données non disponibles pour les Territoires palestiniens). Les calculs ne tiennent pas compte de l'entrée de l'Albanie et de la Mauritanie dans le partenariat Euromed en novembre 2007.

**Tableau 2 Caractéristiques de la partie méridionale dans les accords Euromed et Alena en 2006**

(population en millions ; taux de croissance, part des exportations et des importations en % ; PIB en parité de pouvoir d'achat – millions de dollars ; PIB/hab en parité de pouvoir d'achat – dollars)

	PPM (a)	Mexique
Population	254	104
Taux de croissance de la population	1,69 (2,02 en 1995)	1,02 (1,79 en 1995)
PIB	1 853	1 171
PIB/hab	7 290	11 249
Part des exportations vers le Nord (b)	34,0	85,0
Part des importations en provenance du Nord	42,6	62,0
Régime monétaire	Change fixe par rapport à un panier de monnaies avec référence principale à l'euro : Maroc Flottement géré par rapport à l'euro : Tunisie Flottement indépendant : Israël, Turquie Flottement géré par rapport au dollar : Algérie, Égypte Change fixe par rapport au dollar : Jordanie, Liban, Syrie	Flottement indépendant

(a) Comprend les pays suivants : Algérie, Égypte, Israël, Jordanie, Liban, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie (données non disponibles pour les Territoires palestiniens). Les calculs ne tiennent pas compte de l'entrée de l'Albanie et de la Mauritanie dans le partenariat Euromed en novembre 2007.

(b) Le Nord signifie respectivement : l'UE pour les pays méditerranéens, et le Canada + États-Unis pour le Mexique.

Sources : FMI (Direction Of Trade Statistics) ; calculs : Banque de France d'après Banque mondiale (World Development Indicators)



### Exemple : le secteur agricole

La question agricole constitue un des principaux points de discordance entre les PPM et l'UE. Les productions agricoles ont été, pour l'essentiel, exclues des accords d'association en raison du risque de mise en concurrence entre les agricultures des PPM et des pays méditerranéens appartenant à l'UE. Il s'agit pourtant d'un secteur où les PPM bénéficient, en termes de coûts, d'un avantage comparatif qui leur permettrait de rééquilibrer au moins partiellement leur balance commerciale.

Outre la levée des barrières tarifaires, se pose également la question du respect des normes sanitaires et phytosanitaires, nécessaire pour l'entrée des produits méditerranéens dans l'UE.

De forts déséquilibres persistent dans les échanges commerciaux agricoles euro-méditerranéens. L'UE joue un rôle prépondérant dans les échanges agricoles des PPM : elle couvre, en effet, un tiers de leurs importations et attire environ la moitié de leurs exportations agricoles (malgré les mesures de protection maintenues par l'UE). En revanche, le poids des PPM dans les échanges agricoles de l'UE demeure faible (moins de 10 % des exportations et importations agricoles de l'UE).

Le principe d'une « feuille de route euro-méditerranéenne pour l'agriculture » a été posé à Rabat en 2005. Cette feuille de route vise une accélération de la libéralisation des échanges agricoles entre l'UE et les PPM et la mise en place de mesures de développement durable. Il s'agirait d'une ouverture agricole réciproque (l'effort doit être partagé par l'UE et les PPM), progressive et de la définition d'une liste d'exceptions avec les produits les plus sensibles à ne pas inclure dans le processus de libéralisation. La Commission de l'UE a entamé des négociations, de manière bilatérale avec le Maroc, l'Égypte et Israël, et a déjà conclu un accord de ce type avec la Jordanie.

## 3 | 2 Développement économique : persistance des disparités Nord-Sud

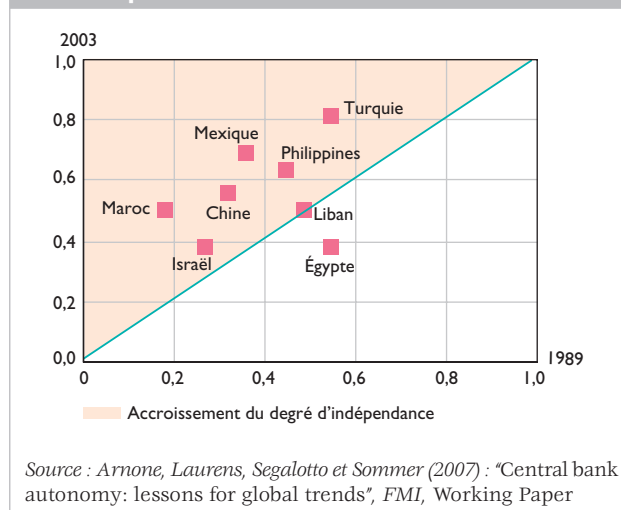
### Cadre macroéconomique mieux maîtrisé

Les PPM ont fait des progrès constants en matière de gestion macroéconomique.

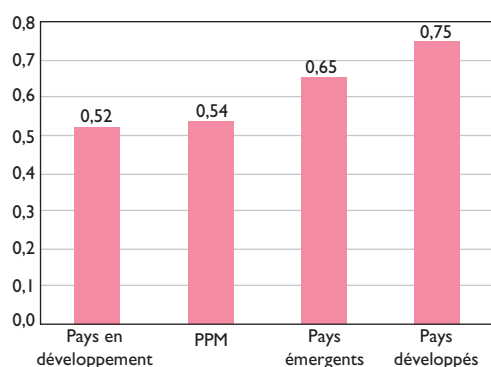
La majorité des PPM ont largement réduit leur déficit budgétaire. Ainsi, si l'on excepte l'Algérie (qui se singularise par un surplus budgétaire élevé, correspondant à 11,9 % du PIB en 2006 dû à la rente pétrolière), le déficit moyen de la région s'établit à 6,3 % du PIB en 2006, contre 15,3 % en 1995.

Parallèlement, sous l'effet de politiques monétaires vigilantes, le niveau d'inflation est passé de plus de 41 % à 7 % en 2006 en moyenne pondérée par le PIB. Cette évolution de l'inflation s'inscrit dans un contexte d'indépendance plus grande des banques centrales des PPM (cf. graphique 4).

Graphique 4 Évolution de l'indice d'indépendance des banques centrales



Graphique 5 Indice d'indépendance des banques centrales en 2003



Source : Arnone, Laurens, Segalotto et Sommer (2007) : "Central bank autonomy: lessons for global trends", FMI, Working Paper

Néanmoins, il convient de noter que le niveau d'indépendance des banques centrales demeurait, en 2003, dans les PPM, plus proche du niveau enregistré dans les pays en développement que dans les pays émergents (cf. graphique 5).

### Convergence Nord-Sud inaboutie

Malgré ces progrès, les PPM n'ont pas su impulser une dynamique suffisante pour amorcer une convergence avec l'UE et sortir de la catégorie des pays à revenu intermédiaire moyen. Même si les PPM sont entrés dans une phase de ralentissement démographique (le taux de croissance de la population s'est établi à 1,7 % en moyenne en 2006, contre 2 % en 1995)<sup>12</sup>, leur croissance économique s'est établie à environ 6 % entre 1995 et 2006. Elle est donc demeurée insuffisante pour améliorer sensiblement le niveau de vie de la population. Le PIB par habitant moyen dans les PPM demeure plus de 5 fois inférieur à celui des pays de l'UE-27 pourtant élargie, durant cette période, à des pays à revenu intermédiaire.

Globalement, le PIB par tête des PPM est demeuré stable par rapport à celui des pays de la zone euro depuis 1995 (cf. tableau 2).

Tableau 2 Évolution du PIB réel par tête

(en % de celui de la zone euro)

	1995	2006
Algérie	9	10
Égypte	7	8
Israël	93	87 (a)
Jordanie	10	10
Liban	24	23
Maroc	6	7
Syrie	6	6
Tunisie	9	12
Turquie	15	17

(a) Données 2005

Source : Banque mondiale (World Development Indicators)

D'autres indicateurs du développement, comme l'indicateur de développement humain (IDH)<sup>13</sup> calculé par les Nations unies, montrent également une faiblesse de la performance globale (cf. tableau 3). On peut néanmoins noter une forte hétérogénéité des résultats entre les différents PPM. Ainsi, l'IDH d'Israël s'établit à un niveau comparable à celui de l'UE-27 alors que celui de six PPM se situe dans la seconde moitié du classement mondial.

Tableau 3 Rangs des PPM – développement humain, climat des affaires et transparence

	Développement humain	Climat des affaires	Transparence
Israël	23	29	30
Liban	78	85	99
Jordanie	86	80	53
Tunisie	87	88	61
Turquie	92	57	64
Cisjordanie et Gaza	100	117	–
Algérie	102	125	99
Syrie	107	137	138
Égypte	111	126	105
Maroc	123	129	72
<b>Moyenne PPM</b>	<b>79</b>	<b>97</b>	<b>80</b>
<b>Moyenne UE-27</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>31</b>

Sources : ONU, PNUD (2004), rapport de la Banque mondiale, Doing Business (2007), et Transparency International (2007).

<sup>12</sup> Les entrées sur le marché du travail doivent culminer entre 2000 et 2010 selon les pays.

<sup>13</sup> L'IDH permet de mesurer le développement humain et ainsi d'évaluer le progrès moyen d'un pays selon trois critères : l'espérance de vie, la scolarisation et l'alphabetisation, et le niveau de vie.

## 4| Obstacles rencontrés

Les principales difficultés rencontrées dans la réalisation des objectifs commerciaux de Barcelone tiennent à la dilution des accords entre l'UE et les PPM et à l'évolution marginale des échanges Sud-Sud. Plus généralement, le bilan mitigé du partenariat Euromed en termes de croissance s'explique par la lenteur des ajustements structurels des économies des PPM ainsi que par la faiblesse des investissements productifs.

### 4| I Freins aux échanges dans la zone Euromed

#### Multiplication des accords de libre-échange

L'UE a généralisé ses accords de libre-échange, ce qui a amoindri l'impact de ceux mis en place avec les PPM. Parallèlement, les PPM ont contracté des accords avec les États-Unis comportant des aides civiles, complétées parfois d'aides militaires importantes (Israël, Égypte), et pouvant atteindre des montants significatifs. C'est dans ce contexte que s'inscrit l'initiative des États-Unis pour constituer un grand Moyen-Orient allant jusqu'au Pakistan et à l'Afghanistan.

Les États-Unis ont été jusqu'à signer des accords de libre-échange avec Israël (1985) et la Jordanie (2000). La signature d'un tel accord avec le Maroc en 2004 marque une étape dans la création d'une zone de libre-échange beaucoup plus vaste (*Middle East Free Trade Area*) que souhaite établir l'administration américaine d'ici 2013. Des négociations sont en cours avec l'Égypte et des propositions ont été faites à la Tunisie et à l'Algérie.

De plus, l'émergence de grands pays d'Asie comme l'Inde et la Chine a déplacé le centre de gravité des échanges européens aux dépens des PPM. L'entrée de la Chine dans l'OMC et la concurrence de l'Inde, s'accompagnant, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, de la suppression de l'Accord sur les textiles et les vêtements qui faisait suite à l'accord multifibres (AMF), pèsent sur les industries du Maroc et surtout de la Tunisie.

À l'inverse, la Chine et l'Inde apparaissent comme des acteurs commerciaux de plus en plus présents dans les PPM (cf. *infra*).

#### Faiblesse de l'intégration Sud-Sud

En dépit d'initiatives visant à renforcer l'intégration de la zone sud méditerranéenne comme le processus d'Agadir<sup>14</sup>, l'Union du Maghreb arabe<sup>15</sup> ou l'accord de libre-échange de la Ligue arabe<sup>16</sup>, les PPM connaissent, entre eux, une intégration régionale encore relativement faible. Le commerce intra-régional demeure autour de 8 % du commerce total des PPM, l'un des chiffres les plus faibles pour un ensemble économique de cette taille (le commerce intra-régional représente 25 à 30 % du commerce total dans les pays de l'Asean et du Mercosur) et se concentre particulièrement dans le secteur des hydrocarbures. En effet, la plupart des accords commerciaux entre les PPM ne se sont guère concrétisés en raison de divergences politiques (fragmentation du monde arabe, conflits israélo-palestinien et du Sahara occidental).

Différentes raisons économiques et institutionnelles sont également mises en avant pour expliquer cette intégration limitée entre PPM : la forte similitude des structures de production et d'exportation, la quasi-inexistence d'harmonisation des cadres réglementaires en matière commerciale, les restrictions à la conversion de leurs monnaies respectives, la persistance des barrières douanières et non douanières et le manque d'infrastructures régionales, surtout en matière de transport.

Cependant, on constate quelques avancées dans le domaine énergétique avec la promotion de marchés sous régionaux, comme par exemple, l'intégration du marché de l'électricité au Maghreb ou l'établissement progressif d'un marché du gaz au Mashrek.

#### Nouveaux acteurs dans la zone méditerranéenne

La Chine, notamment, tend à être un acteur de plus en plus présent sur le continent africain, comme en témoigne l'organisation du sommet Chine-Afrique en

<sup>14</sup> Les Accords d'Agadir ont été signés en 2004 par le Maroc, la Tunisie, l'Égypte et la Jordanie dans la perspective de créer une zone de libre-échange sub-régionale. Ils sont entrés en vigueur en mars 2007.

<sup>15</sup> L'Union du Maghreb Arabe (UMA), créée en 1989, comprend le Maroc, l'Algérie, la Tunisie, la Mauritanie, et la Libye.

<sup>16</sup> L'accord de libre-échange de la Ligue arabe (Greater Arab Free Trade Area ou Gafta), signé en 1997, instaure, depuis 2005, une zone de libre-échange pour l'essentiel des produits industriels et agricoles. Les dix-huit pays signataires sont l'Arabie saoudite, Bahreïn, l'Égypte, les Émirats arabes unis, l'Iraq, la Jordanie, le Koweït, le Liban, la Libye, le Maroc, Oman, la Palestine, le Qatar, la Somalie, la Syrie, et le Yémen ; le Soudan et la Tunisie sont en cours de ratification ; l'Algérie, les Comores, Djibouti et la Mauritanie n'ont pas encore approuvé l'accord.

novembre 2006. S'agissant en particulier des PPM, la Chine paraît chercher à :

- diversifier ses approvisionnements énergétiques (l'Algérie, la Libye, l'Égypte et, dans une moindre mesure, la Syrie sont particulièrement concernées) ;
- accroître son implantation *via* des investissements directs dans les secteurs énergétiques, des infrastructures ou des télécommunications ;
- intensifier ses échanges commerciaux (y compris indirectement avec l'UE à travers les accords d'association qui permettent aux entreprises chinoises installées dans les PPM d'avoir un accès privilégié au marché européen)<sup>17</sup>.

## 4|2 Freins au développement et à la convergence économiques

Diverses études (cf. Kébabdjian, 1995 ; Cogneau et Tapinos, 1995 ; Dessus, Devlin et Safadi, 2001) confirment, qu'au-delà de la zone de libre-échange, la réussite du processus d'intégration dépend, notamment, de la capacité des PPM à assurer :

- une reconversion de l'appareil productif parallèlement à l'ouverture à la concurrence, impliquant la mise en œuvre effective de réformes structurelles et institutionnelles et l'amélioration du climat des affaires ;
- un accroissement des investissements productifs nationaux et étrangers.

### Insuffisance des réformes structurelles et du climat des affaires

Les réformes structurelles ont été limitées. Si les PPM sont parvenus à stabiliser leur économie, il leur reste beaucoup de réformes à accomplir pour prendre toute leur place dans le partenariat.

Dans l'ensemble, le rythme d'ajustement structurel dans les PPM a été nettement plus lent que dans les autres régions (marchés des biens, du travail et des

capitaux faiblement concurrentiels, dynamique de la demande insuffisante, difficulté des gouvernements à contrôler et réduire l'économie et le travail informels). Il a laissé nombre de ces économies à mi-chemin entre des économies planifiées et des économies de marché. Bien que le processus de Barcelone ait offert aux PPM un mécanisme leur permettant de greffer leurs réformes réglementaires sur les « modèles » de l'UE, cette opportunité n'a pas été pleinement saisie.

Lors de la réunion des ministres des Finances de la zone euro-méditerranéenne, qui s'est tenue en Tunisie en 2006, il a été souligné que les PPM (notamment la Jordanie et le Maroc) ont réalisé certains progrès, en matière de gestion et de qualité de l'administration publique par exemple. Néanmoins, le classement de *Transparency international* qui mesure le niveau de corruption perçue dans 163 pays, situe les PPM à un niveau seulement moyen (cf. tableau 3). Réorienter, renforcer le rôle de l'État dans les tâches les plus liées au développement durable telles que l'enseignement, la santé ou les infrastructures, augmenter l'impact des interventions publiques et améliorer la qualité des services publics demeurent des axes prioritaires pour améliorer le contexte politique et institutionnel<sup>18</sup>.

Dans beaucoup de PPM, une gouvernance d'entreprise généralement hostile à l'ouverture de capital, le manque de garanties (sur les droits de propriété, sur la sécurité des transactions, sur la transparence des marchés, sur la qualité des biens et services et sur la répression de l'abus de bien social ou de la concurrence déloyale) constituent des freins au secteur productif, à l'innovation et à la prise de risque industriel, poussant les entreprises des PPM à suivre une logique de rente.

Le rapport *"Doing business"* — publié chaque année par la Banque mondiale — mesure la qualité de l'environnement économique<sup>19</sup> dans 175 pays et montre, pour 2007, de fortes disparités au sein des PPM, les plaçant, exceptés Israël et la Turquie, après 79 pays (cf. tableau 3). Parmi les points positifs, on peut noter que, même si son rang de classement demeure relativement faible (cent vingt-sixième place), l'Égypte a été placée en tête des dix pays qui ont introduit, en 2006 et 2007, le plus de réformes visant à l'amélioration du climat des affaires (elle était classée cent soixante-cinquième l'année précédente).

<sup>17</sup> Sur les aspects financiers (prêts et endettement) de ce développement des relations entre pays émergents et en développement, voir aussi Rocher (2007).

<sup>18</sup> Ould Aoudia (2006) évoque, dans les PPM, le manque « d'État-stratège » (un État qui sache donner une perspective de long terme et améliorer le climat des affaires).

<sup>19</sup> Les indicateurs permettent : de connaître le degré de réglementation (par exemple, le nombre de procédures nécessaires pour créer une entreprise ou pour enregistrer une propriété commerciale) ; de mesurer les délais et les coûts associés au recouvrement d'une créance, à une procédure collective ou à une vente internationale de marchandise ; d'évaluer la protection légale de la propriété ; de mesurer la flexibilité du marché du travail ; d'évaluer la charge fiscale qui pèse sur les entreprises.

La persistance de conflits régionaux au sein des PPM pèse également, bien entendu, sur les perspectives de développement et, singulièrement, sur le comportement des investisseurs.

### Insuffisance des investissements nationaux et étrangers

Dans ce contexte, depuis 1995, les taux d'investissement sont demeurés stables ou se sont même dégradés, la diminution des investissements du secteur public dans les PPM en liaison avec la *marchéisation* des économies n'ayant pas été compensée par une hausse de l'investissement des entreprises privées.

S'agissant des investissements étrangers, les PPM recevaient, au début des années 2000, 3 à 4 fois moins d'investissements directs étrangers (IDE) que les autres pays émergents à fondamentaux économiques comparables. Ces flux étaient également inférieurs à ceux reçus par les Peco<sup>20</sup>. Les flux d'IDE se sont inscrits progressivement en hausse, d'une dizaine de milliards de dollars en 2000, à une trentaine en 2005 et à plus de quarante en 2006 (Saint-Laurent et Henry, 2007) mais l'essentiel de cet accroissement est dû à l'arrivée d'investisseurs de pays du Golfe et ne s'explique pas par un renforcement des IDE en provenance de l'UE.

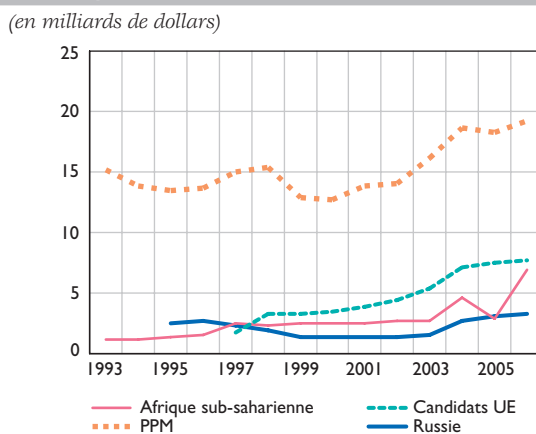
**Tableau 4 Évolution du taux d'investissement (FBCF/PIB) dans les PPM**

(en %)

	1995	2006
Algérie	27	23
Égypte	16	19
Israël	25	19
Jordanie	30	28
Liban	33	11
Maroc	23	29
Syrie	27	23
Tunisie	24	24
Turquie	24	21

Source : Calculs de la Banque de France d'après FMI (WEO)

**Graphique 6 Évolution des transferts financiers nets des migrants**



Source : Datastream (Economic Intelligent Unit)

La plupart des IDE dans la région se sont limités au secteur de l'énergie ou aux opérations de privatisation et de concessions d'actifs publics : ils n'ont donc guère participé à la modernisation du secteur industriel dans son ensemble. Une analyse par secteur confirme, en 2006, la prédominance des projets à caractère financier ou de rente comme l'immobilier, le transport, les banques, les prestations informatiques, les télécommunications, l'énergie ou le tourisme (cf. Saint-Laurent et Henry, 2007).

De plus, la faiblesse de l'intégration économique entre les PPM accentue encore l'effet centre-périphérie<sup>21</sup> incitant les entreprises à se localiser en Europe plutôt que dans les PPM afin d'avoir accès à l'ensemble du marché régional euro-méditerranéen.

Certes, parmi les régions avoisinant l'UE, les PPM demeurent les principaux destinataires des flux financiers des migrants. Cependant, ces fonds sont essentiellement destinés à la consommation (éducation, santé, logement) et seule une faible part s'oriente vers des investissements productifs (Femip, 2006 ; cf. graphique 6 et encadré 4).

20 Quand les investisseurs des pays de l'UE détenaient, en moyenne, un montant d'IDE de 833 dollars par habitant dans les Peco, ils n'en détenaient, en moyenne, que 110 dans les PPM (cf. Beckouche, 2005).

21 Des accords commerciaux sont dits de type « centre-périphérie », lorsqu'une région donnée (centre) passe un certain nombre d'accords commerciaux bilatéraux avec d'autres pays ou régions (périphérie), les barrières tarifaires entre ces derniers demeurant inchangées. Ce type d'accord génère, toutes choses égales par ailleurs, une demande relative plus importante aux entreprises de la région centre, ce qui incite les entreprises à venir s'y localiser (cf. Puga et Venables, 1997).

## ENCADRÉ 4

**Transferts des migrants**

Les transferts de fonds des migrants, qui représentent entre 2 et 20 % du PIB selon les PPM (9 % pour le Maroc, par exemple), sont largement supérieurs aux montants des aides publiques au développement qu'ils reçoivent.

Un consensus s'est établi sur deux objectifs : faciliter les transferts de fonds, notamment en réduisant leur coût tout en renforçant la lutte anti-blanchiment, et favoriser une allocation efficiente de ces transferts afin qu'ils aient un impact positif sur le développement des pays d'origine des migrants.

Concernant les coûts de transfert, ceux-ci s'établissent à des niveaux variés, en fonction du canal d'acheminement utilisé (cf. Femip, 2006). À ce propos, le rapport Milhaud (2006) souligne l'importance de l'accès aux services financiers des migrants tant dans les pays d'immigration que dans leur pays d'origine.

Les coûts de transfert vers les pays du Maghreb peuvent être inférieurs à 2 voire 1 % du montant transféré notamment parce que des banques originaires des pays d'émigration sont implantées dans les pays d'immigration. En revanche, ils peuvent atteindre 16 à 20 % lorsque les sociétés spécialisées sont en situation de monopole, ce qui favorise les transferts informels. Dans ce contexte, le gouvernement français a engagé, en 2006, une réflexion, à laquelle la Banque de France participe, visant à accroître la transparence du marché en améliorant l'accès à l'information des migrants sur les coûts de transferts. De plus, l'expérience de certains pays (Maroc, Tunisie) montre qu'il est possible de diminuer le coût des transferts si les autorités des pays d'émigration prennent des mesures concrètes en ce sens (exonérations fiscales sur les flux liés aux transferts, garantie aux non-résidents d'un taux de change favorable pour les transferts, mécanismes de bonification pour les comptes ouverts par des migrants).

Par ailleurs, l'adoption de la Directive sur les services de paiements en Europe (2007) permettra d'instaurer un cadre juridique harmonisé et de réduire les barrières à l'entrée sur le marché européen des paiements. L'introduction du nouveau statut « d'établissement de paiement » permettra de renforcer la concurrence tout en garantissant aux clients un niveau de protection adapté à l'activité de ces établissements.

La proposition française, soutenue par l'Italie et l'Espagne, de création d'une « Union pour la Méditerranée » vise à faire de la Méditerranée un espace de solidarité et de coopération dont les quatre piliers seraient la croissance économique, l'environnement et le développement durable, le dialogue des cultures et la sécurité. Cette union aurait vocation à travailler en étroite relation avec l'UE. Ce projet serait fondé « sur le principe de coopération et non sur celui d'intégration ». Il n'aurait pas pour but de se substituer au processus de Barcelone ou à la PEV mais de les renforcer, de les compléter et de donner une impulsion supplémentaire<sup>22</sup>. En particulier, la Commission européenne devrait être associée aux travaux de l'Union pour la Méditerranée<sup>23</sup>.

La France, qui présidera l'UE au second semestre 2008, tiendra un sommet des chefs d'État et de gouvernement des pays riverains de la Méditerranée, en juillet. Il pourrait s'agir, dans un premier temps, d'envisager une coopération approfondie, sur une base volontaire, autour de projets concrets (dans les domaines agricole, industriel, de l'énergie, du textile, des technologies de l'information, écologique...), qui pourrait s'élargir progressivement à d'autres pays.

Ce projet d'union pourrait aussi être l'occasion de renouveler le pacte économique et politique entre pays européens et PPM et de promouvoir un horizon commun de long terme, fondé sur un développement partagé dont l'impact serait plus large que la perspective de création d'une simple zone de libre-échange à l'horizon de 2010.

---

22 Cf. l'Appel de Rome pour la Méditerranée et la Déclaration conjointe du président de la République française, M. Nicolas Sarkozy, du président du Conseil italien, M. Romano Prodi, et du président du gouvernement espagnol, M. Jose Luis Zapatero, Rome (20/12/2007).

23 Discours du président de la République française, Tanger (23/11/2007)

## Bibliographie

### Abis (S.) (2005)

« 1995-2005, une décennie du partenariat euro-méditerranéen, bilan du programme MEDA », *Défis et perspectives géoéconomiques*, Calame, mai

### Arnone (M.), Laurens (B. J.), Segalotto (J. F.) et Sommer (M) (2007)

« *Central bank autonomy: lessons for global trends* », IMF Working Paper, 07/88

### Banque centrale européenne (2007)

« Transferts de fonds des travailleurs migrants vers les régions voisines de l'UE », *Bulletin mensuel*, février

### Banque mondiale (2008)

« *Doing business 2008 – Comment réformer* », Banque mondiale

### Beckouche (P.) (2005)

« L'Euro-Méditerranée est-elle ou peut-elle être une région économique intégrée ? », Communication au colloque du Caire, avril

### Beckouche (P.) et Guigou (J. L.) (2007)

« Méditerranée : d'un Euromed en panne à une région industrielle Nord-Sud », *Horizons stratégiques, Revue trimestrielle du centre d'analyse stratégique*, n° 3, janvier

### BEI (2007)

« La BEI : une prise de risque accrue pour financer l'avenir de l'Europe », *BEI info*, n° 1

### Bhagwati (J.) et Krueger (A. O.) (1995)

*The dangerous drift to preferential trade agreements*, AEI Press

### Centre international des hautes études agronomiques méditerranéennes (2006)

« La question agricole au sein du partenariat euro-méditerranéen », note du CIHEAM, n° 21, décembre

### Cogneau (D.) et Tapinos (G.) (1995)

« Libre-échange, répartition du revenu et migrations au Maroc », *Revue d'économie du développement*, n° 1, mars

### Commission européenne (2003)

« Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen – L'Europe élargie –

Voisinage : un nouveau cadre pour les relations avec nos voisins de l'Est et du Sud », décembre

### Commission européenne (2004)

« Communication de la Commission – Politique européenne de voisinage », *document d'orientation*, mai

### Commission européenne (2005)

« 10<sup>e</sup> anniversaire du partenariat euro-méditerranéen conclusions du sommet de Barcelone 27 et 28 novembre 2005 », *Euromed report*, décembre

### Commission européenne (2006)

« Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen relative au renforcement de la politique européenne de voisinage », décembre

### Commission européenne (2006)

« *Fiscal performance quality of public finances and budget management in Mediterranean countries: creating conditions for growth and job creation* », *Euro-Mediterranean Ecofin ministerial meeting, Issues paper for discussion*, 25-26 juin

### Commission européenne (2006)

« Instrument européen de voisinage et de partenariat – Document de stratégie régionale (2007-2013) et programme indicatif régional (2007-2013) pour le partenariat euro-méditerranéen », *Euromed*

### Dessus (S.), Devlin (J.) et Safadi (R.) (2001)

« Vers une intégration régionale arabe et euro-méditerranéenne », OCDE, centre de développement

### Emerson (M.) et Tocci (N.) (2007)

« *A little clarification, please, on the 'Union of the Mediterranean'* », *Centre for European policy studies*, juin

### Emerson (M.), Noutcheva (G.) et Popescu (N.) (2007)

« *European neighbourhood policy two years on: time indeed for an 'ENP plus'* », *Centre for European policy studies, policy brief*, n° 126, mars

### Femip (2006)

« *Study on improving the efficiency of workers' remittances in Mediterranean countries* », BEI, mars



**Femise (2005)**

« Le partenariat euro-méditerranéen 10 ans après Barcelone : acquis et perspectives », Institut de la Méditerranée, février

**Femise (2006)**

« Rapport sur le partenariat euro-méditerranéen », Institut de la Méditerranée, septembre

**Guigou (J.L.) (2007)**

« La reconnexion des Nord et des Sud : l'émergence de la région méditerranéenne (ou la théorie des quartiers d'orange) », *Géoéconomie*, n° 42, été

**Hugon (P.) (2005)**

« Barcelone 10 ans après », Communication au colloque du Caire, mai

**Kébabdjian (G.) (1995)**

« Le libre-échange euro-maghrébin : une évaluation macro-économique », *Revue tiers-monde*

**Kébabdjian (G.) (2004)**

« Économie politique du régionalisme : le cas euro-méditerranéen », *Région et développement*, n° 19-2004

**Krugman (P.) (1991)**

*"Geography and trade"*, MIT Press

**Le Cercle des économistes et Védrine (H.) (2007)**

« 5 + 5 = 32 : feuille de route pour une Union méditerranéenne », Perrin

**Michalet (C. A.) (2004)**

« Qu'est-ce que la mondialisation ? », Paris, *La découverte*, colloque Essais

**Milhaud (C.) (2006)**

« L'intégration économique des migrants et la valorisation de leur épargne », *Rapport réalisé à la demande du ministère de l'Intérieur*, septembre

**Nsouli (M.) (2006)**

*"The Euro-Mediterranean partnership ten years on: reassessing readiness and prospects"*, Statement, juin

**Organisation des Nations unies (2007)**

*"Human development report"*, UNDP

**Ould Aoudia (J.) (2006)**

« Croissance et réformes dans les pays arabes méditerranéens », Agence française de développement, *Notes et Études*, n° 28

**Puga (D.) et Venables (A. J.) (1997)**

*"Preferential trading arrangements and industrial location"*, *Journal of International Economics*, n° 43

**Rhein (E.) (1995)**

« Le pari euro-méditerranéen. Quelques réflexions sur la mise en place d'une zone de libre-échange (ZLE) Euro-méditerranéenne », dans « Euro-Méditerranée : une région à construire », sous la direction de R. Bistolfi, Publisud, Paris

**Rocher (E.) (2007)**

« Les risques de réendettement des pays en développement après les annulations de dettes », *Bulletin de la Banque de France*

**Saint-Laurent (B.) et Henry (P.) (2007)**

« Les investissements étrangers dans la région MEDA ont encore accéléré en 2006 », Réseau Anima, *Notes & Documents*, n° 23, mai

**Salvatore (D.) (2006)**

*"Can NAFTA be a stepping stone to monetary integration in North America"*, *Économie internationale*, n° 107, avril

**Sapir (A.) (2007)**

*Fragmented power: Europe and the global economy*, édité par A. Sapir, Bruegel Books

**Schmid (D.) (2002)**

« Optimiser le processus de Barcelone », Institut d'études de sécurité, *Occasional Paper*, n° 36, juillet

**Sturm (M.) et Gurtner (F.) (2007)**

*"Fiscal policy in Mediterranean countries, developments, structure and implications for monetary policy"*, BCE, *Occasional Paper*, n° 67, août

**Tinbergen (J.) (1962)**

*Shaping the world economy: suggestions for an international economic policy*, New York, The twentieth century fund

**Transparency international (2007)**

*"Corruption perception index 2006"*, *Global Corruption Report*

# Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique ?

---

**Carine BOUTHEVILLAIN, Christophe SCHALCK**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études des Politiques de Finances publiques*

*La conduite de la politique économique dans les principaux pays développés nécessite une connaissance fine de la situation des finances publiques et des implications budgétaires des politiques mises en œuvre. Dans cette perspective, la mobilisation d'indicateurs budgétaires est indispensable à l'analyse de la gouvernance macroéconomique d'un pays. Toutefois, les indicateurs budgétaires sont divers : ils répondent à des objectifs différents de la politique budgétaire (allocation, redistribution, stabilisation) et se situent sur différents horizons (court, moyen ou long terme). Or, mobiliser un indicateur inadéquat peut fausser le diagnostic et conduire à des choix de politique économique inadaptés.*

*Cet article propose de mettre en perspective les principaux indicateurs de finances publiques en fonction des objectifs suivis grâce à des grilles de lecture et à des cadres d'utilisation. Ainsi, sont successivement analysés les indicateurs de situation qui décrivent l'état des finances publiques, les indicateurs d'orientation qui traduisent les évolutions budgétaires selon leur origine et leur persistance, et les indicateurs de soutenabilité qui traduisent la capacité du gouvernement à faire face à ses engagements.*

*Une illustration non exhaustive de l'emploi de ces indicateurs est donnée sur le cas français pour l'année 2006. Elle montre à la fois la nécessité et les limites de l'usage d'indicateurs budgétaires pour mener une analyse éclairée des finances publiques d'un pays.*

Mots-clés : indicateurs budgétaires, soutenabilité, politique budgétaire

Codes JEL : E6, H6

La question du suivi et de la surveillance des finances publiques a connu un regain d'intérêt depuis quelques années. En effet, l'impact de la globalisation, les problèmes de soutenabilité liés au vieillissement et le besoin d'encadrement des politiques budgétaires dans le contexte institutionnel européen sont devenus de plus en plus prégnants. Est ainsi revenue au premier plan une question ancienne (cf. Blanchard, 1990) qu'il faut désormais mettre en perspective avec les pratiques de gouvernance des pays développés : quels indicateurs sont les plus pertinents pour suivre, analyser et prévoir les évolutions budgétaires d'un pays et leurs impacts sur l'économie ?

La politique budgétaire recouvre un champ d'analyse particulièrement vaste qu'il est impossible de synthétiser par un indicateur unique. En effet, le rôle de la politique budgétaire, outre de permettre la production de services publics efficaces et l'allocation des ressources disponibles, consiste également à stabiliser l'activité économique et à assurer la redistribution des revenus entre agents nationaux (cf. Musgrave, 1959). Les interventions qui en découlent peuvent dès lors concerner le court terme (stabilisation) ou le moyen terme (objectif sur un cycle) ou encore servir des objectifs de long terme (soutenabilité). Ainsi, l'appréciation de la situation budgétaire doit reposer sur une batterie d'indicateurs, chacun étant adapté à une question, les insuffisances de l'un pouvant être compensées par les caractéristiques de l'autre.

Cet article se propose de mettre en perspective les principaux indicateurs de finances publiques en fonction des objectifs suivis. Il ne vise pas à énumérer les indicateurs existants mais à fournir une grille de lecture et un cadre d'utilisation. On analysera successivement les indicateurs de suivi, d'orientation et de soutenabilité des finances publiques en mettant en évidence leurs caractéristiques, leur usage et leurs insuffisances au travers d'illustrations tirées d'expériences européennes.

## I | Les indicateurs budgétaires : un problème moins simple qu'il n'y paraît

Les caractéristiques d'un bon indicateur sont connues : simplicité, fiabilité, objectivité. Le caractère simple implique que l'indicateur doit être disponible à intervalles réguliers, être *réplicable* aisément et permettre une lecture immédiate et incontestable, y compris de la part de non-experts. La fiabilité se traduit par un lien logique fort avec l'objectif fixé, en particulier en ce qui concerne la similarité de l'horizon temporel. L'indicateur doit également supporter le moins de révisions possibles, ne pas présenter de biais connus ni prêter le flanc aux manipulations comptables ou aux exploitations opportunistes. Enfin, l'objectivité de l'indicateur doit faciliter une interprétation non partisane. Ces conditions sont très restrictives et peu d'indicateurs les satisfont toutes simultanément.

Toutefois, indépendamment des limites intrinsèques de ces outils, il faut prendre garde à ne pas introduire d'erreurs supplémentaires dans l'interprétation en utilisant à mauvais escient un indicateur fiable et utile par ailleurs. Une erreur de diagnostic concernant la situation budgétaire peut conduire à des choix de politique économique erronés. Pour se prémunir contre les erreurs d'interprétation, il faut donc utiliser un ensemble d'indicateurs appropriés dont le rôle dans l'analyse économique est clairement identifié.

Mais il ne faut pas tomber dans l'excès qui consisterait à une accumulation d'indicateurs dont la redondance pourrait conduire à la confusion. Bien qu'il soit artificiel de scinder l'analyse en différentes questions, celles-ci se révélant souvent plus ou moins interdépendantes, quatre catégories principales d'instruments peuvent être considérées : les indicateurs de situation des finances publiques, d'orientation de la politique budgétaire, de soutenabilité, et la mesure de l'impact des variables budgétaires sur les agrégats

macroéconomiques. Ces outils doivent permettre d'établir un diagnostic rigoureux selon le schéma de réflexion suivant :

- un gouvernement doit pouvoir connaître l'état de l'économie et des finances publiques à un instant donné afin de pouvoir adapter l'un à l'autre. L'indicateur est alors un guide pour prendre en temps réel ou à un horizon court les décisions de politique budgétaire. Il est également utile de pouvoir replacer cette situation dans un contexte historique ou international afin de s'appuyer sur des expériences acquises pour concevoir les mesures nouvelles de politique budgétaire. L'indicateur permet alors de légitimer une action politique.

- L'évolution à court terme peut être active (politique discrétionnaire) ou passive (par le jeu des stabilisateurs automatiques qui font partiellement dépendre le résultat budgétaire de la conjoncture). Il est nécessaire pour l'analyse de pouvoir distinguer les évolutions structurelles et conjoncturelles des grandeurs budgétaires. L'indicateur permet d'inscrire la stratégie politique dans un contexte dépouillé des aléas liés aux fluctuations de la croissance. Dès lors que la politique économique se dote d'objectifs à différents horizons temporels, la connaissance de l'orientation et de la soutenabilité des finances publiques à ces différents moments et sous diverses hypothèses macroéconomiques est indispensable. Les indicateurs informent sur la cohérence entre la politique mise en œuvre et les objectifs de moyen et long terme affichés par ailleurs par le gouvernement.

- Enfin, une analyse rétrospective ou prospective doit être menée afin de connaître l'impact d'une politique définie sur l'économie dans son ensemble ou sur certaines grandeurs telles que la demande agrégée en particulier. Si l'analyse prospective permet d'identifier et d'anticiper les difficultés, l'étude rétrospective permet de vérifier que les mesures mises en œuvre ont bien permis d'atteindre les objectifs que l'on s'était fixés. Elle assure ainsi un contrôle de l'action du gouvernement et lui permet d'assurer sa crédibilité.

Dès lors, il n'y a pas de liste exhaustive d'indicateurs à examiner, tout dépend du problème sur lequel on s'interroge et du champ d'analyse retenu. En particulier, il existe une multitude d'indicateurs, plus ou moins désagrégés, spécifiques à un sous-secteur des administrations publiques, à une opération comptable

particulière ou encore à l'examen qualitatif des comptes publics, par exemple l'efficacité des dépenses publiques qui peut utilement compléter l'analyse globale. De ce point de vue l'exemple français de la LOLF (loi organique relative aux lois de finances) est éclairant : ce nouvel outil d'analyse comporte plusieurs centaines d'indicateurs associés aux différents programmes choisis par le gouvernement. Cette étude n'aborde pas ces différents types d'indicateurs pour se concentrer uniquement sur la mesure macroéconomique des évolutions budgétaires.

Par ailleurs, même si une analyse complète des finances publiques ne peut les négliger, les instruments de mesure de l'impact des finances publiques sur la demande globale ne peuvent être rangés dans la catégorie des indicateurs au sens strict. En effet, l'analyse de l'impact de la politique budgétaire sur les variables macroéconomiques (mesurer l'impulsion budgétaire sur la demande et quantifier son impact *ex ante* et *ex post*) ne peut se faire sans utiliser un modèle économétrique décrivant explicitement le comportement des agents du secteur privé. Dès lors, la complexité et la diversité des mesures d'impact budgétaire dépassent le cadre usuel de la construction d'indicateurs. En conséquence, nous n'intégrerons pas les mesures d'impact dans notre étude des indicateurs de finances publiques.

## 2| Les indicateurs d'appréciation de la situation des finances publiques

En dépit de la place croissante prise dans la période récente par les indicateurs d'orientation et de soutenabilité des finances publiques, les indicateurs de situation quoiqu'imparfaits restent essentiels, notamment parce que le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) en a retenu deux, le solde budgétaire et la dette publique. Il est donc nécessaire de savoir dans quelle mesure ces indicateurs sont adaptés à différents contextes macroéconomiques ou permettent de mesurer l'adéquation des finances publiques aux objectifs poursuivis. Par ailleurs, la distinction entre indicateurs de situation et d'évolution masque l'interaction qui existe entre ces deux dimensions. Nous parlerons d'indicateurs d'orientation des finances publiques dès lors que la comparaison d'indicateurs statiques donne lieu à une interprétation économique.

## 2 | I Une grille de lecture des indicateurs de situation : choix du référentiel et fenêtre d'analyse

La première question que l'on est amené à se poser lorsqu'on étudie la situation des finances publiques est : où en sommes-nous ? Autrement dit, quel est l'état des finances publiques à une date  $t$  ? Pour répondre à cette question on doit clairement identifier si l'on s'interroge uniquement sur l'année en cours (position absolue) ou sur la position relative de celle-ci par rapport à un contexte (le passé, la conjoncture actuelle, les prévisions du contexte économique à venir, l'objectif poursuivi, les autres pays, etc.). Par analogie photographique, on doit savoir s'il l'on étudie un portrait ou un personnage intégré dans un paysage. À ce type de questions va correspondre un ensemble d'indicateurs, certains particulièrement simples sont directement fournis par les comptes publics nationaux, d'autres plus élaborés puisqu'ils résultent d'un calcul et font parfois intervenir des hypothèses ou des prévisions ou encore sont comparés à des références elles-mêmes issues de calculs plus ou moins sophistiqués.

La seconde question importante concerne le choix du référentiel ("*benchmark*") qui va permettre de porter un jugement de valeur sur les résultats mesurés. Ces deux dimensions permettent de construire la grille d'analyse des indicateurs de situation des finances publiques présentée ci-dessous (cf. tableau 1).

Zones A et B : pour analyser la situation budgétaire, on utilise des données comptables issues des comptes publics (nationaux ou budgétaires), éventuellement exprimées en % du PIB. De manière statique,

c'est-à-dire pour une année donnée uniquement, les résultats sont confrontés à des normes institutionnelles telles que les critères de Maastricht (cas A). De la même manière, on peut vérifier que les résultats comptables sont conformes à des objectifs économiques fixés préalablement (respect d'une règle budgétaire, d'un engagement du gouvernement). On peut également se demander si dans le contexte économique en cours, le niveau de déficit primaire (c'est-à-dire le déficit hors charge de la dette) permet de stabiliser le ratio de dette ou pas, indépendamment du niveau de ratio de dette atteint (cas B). Dans tous les cas, il est toujours possible de rapprocher les résultats obtenus pour une année donnée avec ceux du passé ou ceux d'autres pays qui relèvent du même système de comptabilité.

Zones C et D : pour analyser la situation budgétaire, on va également chercher à mettre en perspective les résultats constatés pour une année donnée. Il s'agit alors de tenir compte d'autres paramètres qui caractérisent cette année, par exemple la position de l'économie dans le cycle. On pourra alors évaluer la situation des finances publiques à l'aune d'objectifs institutionnels ou économiques fixés relativement à un contexte donné. Par exemple, il peut être nécessaire pour un gouvernement de savoir si le solde public enregistré dans les comptes nationaux bénéficie d'un impact favorable de la conjoncture ou non (cas C). Enfin, on peut identifier quelles sont les caractéristiques d'un poste budgétaire (élasticité au PIB, au PIB potentiel, à son assiette, progressivité d'un impôt, etc.) grâce à une analyse rétrospective<sup>1</sup>. La comparaison de ces éléments à des valeurs moyennes sur un cycle permet d'en déduire des informations complémentaires sur les spécificités économiques et budgétaires de l'année étudiée (cas D).

Tableau 1 Grille de lecture pour les indicateurs de situation

	Position absolue/ données de comptabilité nationale ou budgétaire	Position relative/ ajout d'hypothèses ou de prévisions et/ou élaboration par calcul
Objectif/référentiel institutionnel	A	C
Objectif/référentiel économique	B	D

## 2 | 2 Les indicateurs disponibles pour une analyse de la situation des finances publiques

### Les indicateurs de flux

Le point de départ de la plupart des analyses budgétaires est le suivi du **solde public**. Il est usuellement mesuré par la capacité/besoin de financement des administrations publiques dans les comptes

<sup>1</sup> La méthode désagrégée du SEBC emploie ce type d'analyse (Brosens et alii, 2006).

nationaux (B9 tel que défini dans le SEC 95 – Système européen de comptabilité) et présenté en points de PIB. Cet indicateur ne peut conduire qu'à une analyse économique très sommaire. En effet, le solde public n'est pas un objectif de politique budgétaire en soi mais est déjà la résultante d'une politique fiscale et d'un choix de dépenses publiques. C'est pourtant cet indicateur qui sert de base au concept de « déficit notifié » retenu au niveau des institutions européennes comme principal instrument de surveillance budgétaire, à la fois pour son caractère synthétique et le cadrage précis de son évaluation. À ce niveau, des règles sans cesse renouvelées au gré de l'apparition de nouvelles opérations permettent de savoir s'il faut imputer les mouvements comptables induits au déficit ou à la dette. Par exemple, il a été clairement établi qu'une opération de privatisation doit être enregistrée dans les comptes financiers, mesurant le patrimoine financier, des APU et n'induit donc pas de recettes supplémentaires susceptibles de diminuer un éventuel déficit public.

La lecture littérale de l'indicateur de solde public peut s'avérer trompeuse si un pays a bénéficié de mesures exceptionnelles ayant pour conséquence de modifier provisoirement son solde public. Ainsi, il est de plus en plus courant de présenter des statistiques de **solde public hors « mesures temporaires »**, telles que le versement de soultes ou le produit des ventes de licences UMTS.

Par ailleurs, la statistique de **solde public primaire**, c'est-à-dire hors charge de la dette, est largement répandue. Les intérêts versés par les APU résultent du coût des emprunts passés qui avaient été levés afin de financer les déficits précédents. Déduire ce poste des dépenses publiques pour construire un solde primaire permet de mesurer l'état des comptes publics indépendamment de l'impact d'une dépense qu'il est impossible d'éviter ou même de réduire à court terme.

La notion de **solde budgétaire** permet de suivre l'évolution des comptes de l'État ou des administrations publiques en « comptabilité de caisse » ce qui est nécessaire pour évaluer le besoin de refinancement réel de ces administrations. Ainsi, l'enregistrement d'une opération peut se faire à une date unique en comptabilité nationale alors que les flux financiers correspondants ne seront effectivement versés qu'à des dates ultérieures (exemple de la soulte EDF en

France). De plus, lorsque le solde en comptabilité de caisse fait apparaître un besoin de financement plus élevé qu'en comptabilité nationale, cela augure d'une charge d'intérêt accrue à moyen terme et par conséquent un déficit public plus élevé toutes choses égales par ailleurs. Enfin, une analyse croisée du déficit (SEC 95) et de la variation de la dette, c'est-à-dire des ajustements flux-stocks, peut permettre d'anticiper de larges révisions du besoin de financement comme ce fut le cas en Italie ou en Grèce au début des années 2000 (cf. Balassone *et alii*, 2006).

L'analyse du compte des administrations publiques peut également s'appuyer sur des ratios ou des soldes à un niveau moins global. Ainsi, on peut construire des **ratios de dépenses publiques** (total des dépenses publiques rapporté au PIB), sans que la définition précise de l'agrégat « total des dépenses » soit clairement explicitée dans les nomenclatures du SEC95. De même, le **taux de prélèvements obligatoires**, dont la définition est, elle, strictement établie par le SEC 95, est une bonne approximation de la pression fiscale supportée par les agents privés. Il est possible également de calculer des **capacités/besoins de financement par sous-secteurs des APU**, ce qui permet d'identifier plus aisément l'origine d'un éventuel déséquilibre. Enfin, le **solde courant**, construit comme l'écart entre dépenses courantes et recettes courantes peut être utile dans les pays qui possèdent une règle d'or (le recours au financement par emprunt n'est autorisé que pour les investissements publics et non pour les dépenses courantes).

Le risque d'erreur dans le suivi de ces indicateurs, considérés individuellement, est faible puisqu'il s'agit de statistiques qui décrivent l'état des finances publiques à un instant donné<sup>2</sup>. En revanche, l'analyse de leur variation ou la comparaison de leur valeur à une référence peut se révéler plus ambiguë: une amélioration du solde budgétaire, comme ce fut le cas par exemple en France entre 1998 et 2000, n'est pas forcément le reflet d'une politique budgétaire restrictive. Cela peut aussi résulter de l'impact d'une phase favorable de la conjoncture et masquer une évolution laxiste de la politique budgétaire. Pour éviter cet écueil, les indicateurs comptables peuvent aussi être comparés, pour une année donnée, avec un *benchmark* résultant d'un calcul, tel que le **solde ajusté du cycle** (CAB). Ainsi, en 2000 selon la Commission européenne, le solde public français était évalué

2 Il est par contre possible que des révisions ex post se produisent sur des statistiques publiques.

à - 1,5 % du PIB alors que le CAB hors mesures temporaires se situait à - 2,7 %. Le CAB peut être utilisé ici comme un référentiel auquel on compare le solde public effectif. Toutefois, il peut être aussi utilisé comme un indicateur de situation que l'on peut comparer à un objectif fixé antérieurement. En revanche, l'étude de son évolution relève de l'analyse de l'orientation des finances publiques.

### Les indicateurs de stock

À ces indicateurs de flux, s'ajoute un indicateur de stock : la **dette publique**, souvent présentée en pourcentage du PIB. Le principal écueil dans l'utilisation de cet indicateur réside dans le choix de sa définition. La dette publique naît en grande partie de l'accumulation des emprunts contractés par les administrations publiques pour couvrir notamment leurs déficits d'une année à l'autre. Dans le concept le plus couramment utilisé, celui retenu parmi les critères de convergence de Maastricht, la dette est exprimée en valeur nominale (c'est-à-dire en valeur faciale et non en valeur de marché) et contient tous les engagements bruts (c'est-à-dire sans tenir compte des avoirs des administrations), en cours à la fin de l'année du secteur « administrations publiques » du SEC95 et consolidés. Cette définition exclut les engagements implicites de l'État tels que ceux liés aux régimes de retraite ou ceux découlant des garanties de toute nature accordées aux entreprises publiques. Dans une logique de comptabilité des entreprises, des provisions devraient gager ces engagements hors bilan et ceux-ci pourraient de ce fait être considérés comme une dette. Le fait de retenir dans cette définition une dette brute ne permet pas de mesurer précisément l'impact de la politique budgétaire sur l'évolution des actifs physiques et financiers des APU. Une hausse de la dette peut provenir du financement de l'acquisition d'un actif physique ou financier dont le rendement actualisé peut être supérieur ou égal à son coût. Dans ce cas, la solvabilité des APU n'est pas dégradée. Cette situation diffère fortement d'une hausse de la dette générée par un déficit public issu du financement insuffisant de dépenses courantes. Ainsi, un même niveau d'endettement brut peut correspondre à des niveaux de détention d'actifs très différents. Le concept de dette nette est donc préférable lorsque l'on s'interroge sur l'évolution patrimoniale des APU, en

tenant compte à la fois des actifs et des passifs. Elle donne ainsi une meilleure image de la solvabilité immédiate du gouvernement <sup>3</sup>.

Les indicateurs de déficit et de dette, au cœur du système européen de surveillance mutuelle, ont des fonctions différentes mais sont insuffisants pour construire un diagnostic approfondi des finances publiques. La multiplicité des situations économiques envisageables pour des valeurs données de déficit et de dette impose d'enrichir le suivi par l'analyse d'autres indicateurs budgétaires. Par ailleurs, outre le lien flux-stock <sup>4</sup> qui les unit, déficit et dette ne sont pas indépendants. Des opérations telles que des reclassements comptables pouvant affecter conjointement les deux grandeurs. C'est le cas par exemple des engagements de l'État vis-à-vis du Crédit Lyonnais (CL) ou plus récemment, début 2007, de la dette de la SAAD <sup>5</sup>. Les structures de défaillance du CL ont été reclassées en Organismes divers d'administration centrale (ODAC) et leur dette a ainsi été réintégrée dans les APU. En changeant le périmètre des APU, cette classification a modifié non seulement le ratio mais aussi le sens de variation du ratio de dette. De même, la modification du traitement comptable de la SAAD dans les comptes nationaux conduit à modifier les valeurs du déficit public de 1993 à aujourd'hui, en raison de la réintroduction dans les comptes des APU des flux financiers entre l'État et la SNCF.

Dans le Pacte de stabilité et de croissance révisé, l'objectif de moyen terme d'être à l'équilibre budgétaire ou en excédent a pour conséquence de faire tendre le ratio de dette vers zéro, ce qui n'est pas forcément souhaitable (cf. Bouthevillain, 2006). Au-delà du caractère sous-optimal d'un tel objectif, il est important de noter qu'en ce qui concerne la dette, il est particulièrement délicat de se référer à une valeur critique justifiée théoriquement. Ainsi l'analyse de l'indicateur de dette publique se fait le plus souvent en variation et se rattache naturellement aux questions de soutenabilité de la politique budgétaire. Le risque consiste alors à livrer des conclusions sur la soutenabilité à partir de la seule analyse du niveau ou de la comparaison à un référentiel du ratio de dette.

Au croisement des concepts de déficit et de dette, l'indicateur de **solde stabilisant la dette** peut

3 B. Coeuré (2002) approfondit cette voie en proposant de prendre en compte la valeur nette du patrimoine des APU dans l'analyse de la soutenabilité.

4 On parle d'ajustements flux-stock pour expliquer les évolutions de la dette publique qui ne proviennent pas de l'accumulation des déficits ou des excédents publics (y compris des intérêts de la dette publique passée). Ils correspondent à des opérations sur le patrimoine financier des APU.

5 Service annexe d'amortissement de la dette de la SNCF

utilement compléter l'analyse de la situation des finances publiques. Entièrement bâti sur des identités comptables, cet indicateur repose sur le constat qu'il existe toujours un niveau de déficit public qui laisse le ratio de dette inchangé en fonction de la croissance du PIB pour une année donnée. Connaissant la variation de la charge de la dette, ce déficit peut être exprimé en solde primaire. Sous l'hypothèse d'un solde primaire équilibré, lorsque le taux de croissance nominale du PIB est inférieur au taux d'intérêt apparent de la dette<sup>6</sup>, l'endettement public croît par simple effet boule de neige. En effet, plus l'écart entre ces deux taux est élevé, plus le solde primaire nécessaire à la stabilisation du ratio de dette est contraignant. À l'inverse, une croissance économique dynamique diminue, toutes choses égales par ailleurs, les contraintes sur les variables budgétaires pour parvenir à stabiliser le ratio de dette. Toutefois, la signification de cet indicateur ne doit pas être exagérée, en particulier sur les questions de soutenabilité. En effet, cet indicateur ne donne pas d'information sur le caractère durable de la situation ponctuelle qu'il décrit. Ainsi, entre 1999 et 2001, sous l'effet d'une croissance économique dynamique correspondant à une phase favorable du cycle d'activité, le « solde stabilisant » en France est devenu moins difficile à atteindre (il se creuse), le solde effectif s'est amélioré (notamment grâce à la croissance) et le ratio de dette a diminué (cf. graphique 1). Cependant, rien ne permet

de mesurer l'effort discrétionnaire éventuel à l'origine de cette situation. En 2001, la simple comparaison du solde stabilisant (- 2,0 % du PIB) et du solde public total (- 1,6 % du PIB) ne permet pas de conclure ni sur l'origine de l'amélioration ni sur l'évolution future du ratio de dette et encore moins sur sa soutenabilité.

L'état des finances publiques peut donc être analysé par un large éventail d'indicateurs de situation. Toutefois, l'interprétation économique qu'ils permettent est succincte : il est délicat de qualifier la politique budgétaire mise en œuvre dès lors que ces indicateurs ne délivrent aucune information dynamique. S'ils constituent un élément indispensable à l'analyse, leur caractère statique ne permet pas de porter des conclusions sur l'orientation des finances publiques. Des indicateurs spécifiques à cette question sont donc indispensables pour poursuivre l'analyse.

### 3| Les indicateurs d'orientation des finances publiques

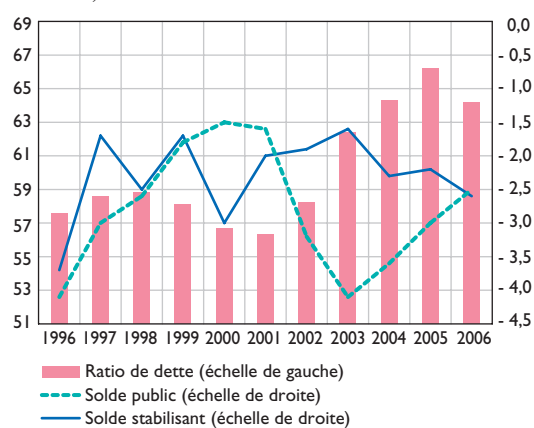
L'orientation des finances publiques peut être définie comme l'évolution, subie ou voulue, des variables budgétaires. L'analyse de cette évolution se fait le plus souvent dans le contexte du déroulement du cycle économique. Elle permet notamment de savoir si la politique budgétaire est expansive ou restrictive, si elle est procyclique ou contracyclique. On parlera d'orientation de la politique budgétaire uniquement quand l'évolution budgétaire provient d'actions volontaristes du gouvernement et non des conséquences automatiques ou subies de l'évolution d'autres paramètres budgétaires et macroéconomiques.

#### 3| I Une grille de lecture pour identifier l'orientation

Pour connaître l'orientation des finances publiques, il est nécessaire de savoir si, d'une part, l'évolution des variables budgétaires provient de l'environnement économique ou de la volonté du gouvernement, et si d'autre part, cette évolution est temporaire ou permanente. Ces distinctions, mises en lumière par Boije et Fischer (2006), sont données dans le tableau 2.

Graphique 1 Ratio de dette, soldes public et stabilisant

(en % du PIB)



Source : Comptes nationaux ; calculs des auteurs

6 Le taux apparent de la dette se mesure par le rapport des intérêts payés par les administrations publiques sur l'encours de dette en fin d'année précédente.



**Tableau 2 Grille de lecture des indicateurs d'orientation**

		Effet	
		Temporaire	Permanent
Origine	Environnement économique	A	C
	Action politique	B	D

La grille de lecture permet d'identifier différents cas d'évolution des finances publiques en fonction de l'origine et de la durée de l'effet déclencheur.

**Zone A :** sont regroupées ici les évolutions budgétaires qui résultent de l'ensemble des modifications provenant de l'environnement économique et qui ont un effet temporaire sur l'évolution des finances publiques. Le mécanisme économique le plus caractéristique de ce cas est l'action des stabilisateurs automatiques, autrement dit les fluctuations du solde public liées mécaniquement à celles de l'activité. En période de creux conjoncturel, on observe de moindres recettes fiscales et un surplus de dépenses, notamment sociales ; ces évolutions s'inversent pendant les périodes plus favorables. Avec les stabilisateurs automatiques, il y a élargissement du déficit durant les creux conjoncturels et réduction dans les périodes favorables. Les stabilisateurs sont donc, par définition, contracycliques et symétriques.

**Zone B :** cette zone correspond aux évolutions budgétaires consécutives à l'ensemble des actions voulues par le gouvernement dans le but d'influer temporairement sur l'évolution des finances publiques. Par exemple, une surtaxe temporaire a été introduite sur l'impôt sur les sociétés en 1997 en France afin d'assainir les comptes publics dont la dégradation avait été mise en lumière par un audit. Le gouvernement peut également décider d'intervenir afin de stabiliser l'activité économique à l'aide de ses moyens budgétaires. Le choix de compenser transitoirement les moindres créations d'emplois dans le secteur privé par des recrutements d'emplois aidés dans le secteur public (emplois-jeunes entre 1997 et 2002) en est un exemple. Ainsi, le gouvernement peut amplifier ou réduire délibérément le jeu des stabilisateurs automatiques.

**Zone C :** cette zone regroupe les évolutions budgétaires dues à l'ensemble des influences liées aux changements d'environnement économique qui affectent de façon permanente l'évolution des

finances publiques. Ainsi, le vieillissement de la population dans les pays développés engendre une hausse importante et continue de certaines dépenses publiques (principalement les dépenses de retraites, de santé, et de dépendance) ce qui pèse fortement sur l'équilibre des comptes publics à long terme. Sur un horizon plus court, les modifications dans la structure de la consommation des ménages peuvent également, à taux inchangés, déformer le rendement de la TVA.

**Zone D :** sont regroupées ici les évolutions budgétaires qui résultent de l'ensemble des actions voulues par le gouvernement et qui ont un impact durable sur l'évolution des finances publiques. Les réformes structurelles telles que les réformes du marché du travail ou celle sur l'éducation et la recherche entrent dans ce champ. Les réformes institutionnelles ou les modifications du cadre légal dans lequel s'inscrit l'économie appartiennent également à ce domaine.

Au-delà des cas simples présentés ci-dessus, il est possible d'intégrer dans notre grille de lecture d'autres regroupements utiles et particulièrement usuels dans l'analyse de l'orientation des finances publiques.

**Politique discrétionnaire :** la politique discrétionnaire correspond à l'évolution budgétaire qui est liée à la volonté du gouvernement. Son impact peut être temporaire si la politique mise en œuvre correspond à un objectif de stabilisation, ou permanent si elle correspond à une réforme structurelle. Elle s'appréhende donc par les cadres B et D. Cette évolution donne une indication sur le caractère expansionniste ou restrictif de la politique budgétaire discrétionnaire; toutefois, il s'agit d'une approximation puisque les décisions de politique économique non budgétaire ayant un impact sur les finances publiques se trouvent également dans cette zone de la grille d'analyse. C'est en particulier le cas de nombreuses mesures concernant le marché du travail.

**Évolution structurelle :** elle correspond à l'évolution des finances publiques à moyen terme, c'est-à-dire l'évolution dont les effets sont permanents, qu'ils proviennent des mécanismes économiques ou des choix délibérés de politique économique, y compris dans des domaines non budgétaires. Elle correspond ainsi aux cadres C et D. L'évolution structurelle peut être utilisée, d'une part, pour évaluer l'impact à moyen terme sur les finances publiques des réformes budgétaires proposées et, d'autre part, pour savoir si

le gouvernement doit se fixer des objectifs de moyen terme plus ambitieux.

### 3|2 Les indicateurs d'orientation des finances publiques

La plupart des organismes et institutions économiques utilisent des indicateurs censés appréhender l'orientation des finances publiques, c'est-à-dire mesurer les différents concepts économiques présentés ci-dessus. Il s'agit de voir si les définitions des indicateurs qui sont les plus utilisés permettent d'appréhender correctement les concepts économiques concernés (cf. tableau 3).

#### Les indicateurs fondés sur le CAB

Le **solde ajusté du cycle (CAB)** correspond au solde budgétaire corrigé de l'impact des fluctuations liées au cycle économique, c'est-à-dire corrigé de l'action des stabilisateurs automatiques (soit les zones B, C et D de la grille d'analyse ci-dessus). La variation du CAB, éventuellement corrigé des « mesures temporaires », est l'indicateur privilégié par de nombreux organismes internationaux pour mesurer l'orientation de la politique discrétionnaire et l'évolution structurelle. Or, comme énoncé plus haut, ces deux notions sont différentes et ne couvrent pas strictement le même champ que le concept de CAB. La variation du CAB correspond à l'évolution du solde budgétaire qui est liée, d'une part, à la volonté du gouvernement, et, d'autre part, aux effets de l'environnement économique. Il serait donc un indicateur adéquat pour étudier le comportement budgétaire, autrement dit les mouvements des variables de finances publiques qui ne relèvent pas de fluctuations économiques de court terme.

Tableau 3 Indicateurs d'orientation couramment utilisés

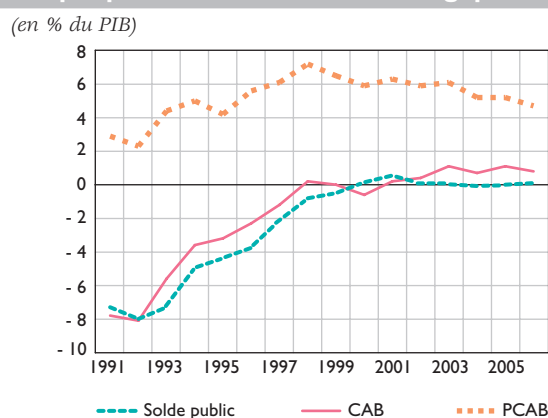
Concepts économiques	Indicateurs utilisés
Stabilisation discrétionnaire	-
Politique discrétionnaire	$\Delta$ CAB $\Delta$ PCAB NIESR (a)
Évolution structurelle	$\Delta$ CAB $\Delta$ Solde structurel MTO

(a) National Institute of Economic and Social Research

Cet indicateur n'informe que de façon fruste sur l'évolution structurelle ou sur la politique discrétionnaire et ne constitue qu'une piètre approximation. En effet, l'évolution structurelle, mesurée par l'intermédiaire de celle du CAB, inclut l'évolution temporaire des finances publiques liée à la volonté du gouvernement ou associée à des fluctuations d'autres cycles que celui du PIB, ce qui n'est pas dans le champ concerné. De la même manière, l'évolution de la politique discrétionnaire mesurée par celle du CAB est erronée puisque celui-ci, selon les modalités de son calcul, peut incorporer l'évolution permanente liée à l'environnement économique qui est indépendante de la volonté du gouvernement (évolution des taux d'intérêt, des termes de l'échange, des prix d'actifs, etc.) voire des évolutions cycliques non liées à l'activité économique (impact de la hausse des prix d'actifs sur les recettes fiscales).

Le **solde primaire ajusté du cycle (PCAB)** répond, en partie, à une des limites du CAB comme indicateur de la politique discrétionnaire en excluant l'évolution de la charge de la dette publique, celle-ci ne pouvant être considérée comme un élément discrétionnaire puisqu'elle représente le coût des déficits passés. Par conséquent, une amélioration du PCAB, et non du CAB, traduit *a priori* une politique discrétionnaire restrictive. Le cas de la Belgique en 2005 est une bonne illustration d'un biais éventuel dans une analyse lorsque l'on se base sur un indicateur inadéquat (cf. graphique 2) : la variation nulle du PCAB traduirait une politique neutre, alors que celle positive du CAB (+ 0,4 point de PIB) traduirait une politique restrictive. Seule la charge d'intérêt diminue et explique l'amélioration du CAB. Le bien-fondé de

Graphique 2 CAB et PCAB en Belgique



l'analyse du PCAB s'exprime d'autant plus que le ratio de dette publique est élevé et que la charge d'intérêts pèse lourdement sur les dépenses. Toutefois, si le PCAB est un meilleur indicateur que le CAB pour évaluer la politique discrétionnaire, il n'en reste pas moins incomplet. Ainsi, en comparant les mesures de politiques budgétaires sur un plan qualitatif et quantitatif au Japon et en Allemagne dans les années quatre-vingt-dix, Chalk (2002) estime que la variation du PCAB a un pouvoir de description d'un changement discrétionnaire relativement modéré dans la politique. L'examen d'un ajustement des indicateurs du solde ajusté du cycle (total ou primaire) afin de tenir compte de l'environnement macroéconomique, et notamment des variations exceptionnelles des termes de l'échange (cf. Turner, 2006) ou des prix d'actifs, serait un pas vers une meilleure connaissance de la politique discrétionnaire.

Les indicateurs d'orientation des finances publiques que nous venons de décrire sont fondés sur l'estimation d'une variable inobservable qu'est le PIB potentiel. Cette variable peut être évaluée par un ensemble de méthodes conduisant chacune à des estimations de production potentielle et d'écart de production éventuellement différentes (cf. Cette, 2002 ; Cahn et Saint-Guilhem, 2006). En effet, les résultats dépendent fortement des hypothèses formulées et des caractéristiques que l'on attribue à la tendance et au cycle. Par exemple, les estimations de l'écart de production pour la Belgique en 2003 varient entre - 0,6 et - 1,8 selon les institutions (cf. graphique 3).

Toutefois, les évolutions des écarts de production sont la plupart du temps relativement proches, ce qui implique que les indicateurs basés sur des méthodes

différentes sont convergents en termes d'orientation des finances publiques. Une source additionnelle d'incertitude sur les estimations du PIB potentiel et de l'écart de production provient des larges révisions qui apparaissent pour l'estimation des valeurs pour une année donnée, rendant leur estimation en temps réel peu fiable. Or, les décideurs publics doivent décider, sans le bénéfice du recul, si l'évolution du PIB à court terme est de l'ordre du cycle ou de la tendance et prendre en temps réel les décisions de politique économique qu'ils jugent adéquates.

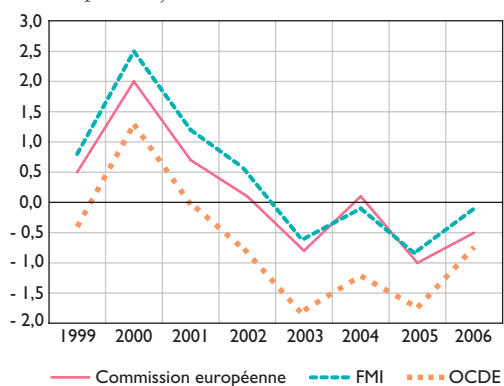
### Les indicateurs fondés sur un benchmark

L'évolution de la politique budgétaire discrétionnaire peut également être appréhendée par une toute autre approche utilisée notamment par le NIESR (National Institute of Economic and Social Research) et explicitée par Braconier et Holden (1999). Le principe consiste à comparer l'évolution des proportions des recettes et des dépenses publiques (dans le budget ou dans le PIB) à une norme (généralement la croissance nominale du PIB potentiel). Le NIESR suppose que, à politique inchangée, les impôts et les cotisations sont proportionnels à leurs assiettes et les postes de dépenses à leur part dans le PIB potentiel. Si ces proportions se modifient d'une année sur l'autre, cela est interprété comme le résultat de mesures discrétionnaires. En reprenant la grille de lecture du tableau 3, l'indicateur du NIESR semble effectivement capter ce qui ressort de la politique discrétionnaire (carrés B et D). Toutefois, il peut également prendre en compte une part de changements structurels provenant de l'économie : ainsi, une modification de comportement des consommateurs peut influencer l'évolution de certains postes de dépenses publiques. De plus, le choix de la norme, toujours délicat, est déterminant pour caractériser ce que l'on attribue à la politique discrétionnaire.

L'utilisation d'un *benchmark* peut également servir pour identifier l'évolution des finances publiques et plus particulièrement l'évolution à moyen terme. L'une des critiques au PSC initial était liée au fait qu'un objectif budgétaire uniforme d'une position « proche de l'équilibre ou excédentaire » à moyen terme impliquait dans certains pays à croissance nominale rapide une politique budgétaire inappropriée. Depuis 2005, le PSC révisé prévoit de différencier les objectifs budgétaires à moyen terme (MTO) pour chaque État membre, en fonction de leur potentiel de croissance et de leur niveau de dette, afin d'assurer une marge de manœuvre suffisante par rapport

Graphique 3 Écart de production en Belgique

(en % du PIB potentiel)



à la valeur de référence de 3 % du PIB et à la convergence vers des niveaux de dette prudents. Ainsi, l'objectif pour la France est l'équilibre budgétaire et celui pour les Pays-Bas est un déficit public de 0,5 % du PIB. De plus, on peut s'écarter temporairement de cet objectif en cas de réformes structurelles engendrant des coûts à court terme mais bénéfiques à moyen terme. En particulier, les États membres de la zone euro ou participant au mécanisme de taux de change doivent viser un ajustement budgétaire structurel en ligne avec la valeur de référence de 0,5 % du PIB. Les objectifs budgétaires à moyen terme doivent refléter les paramètres économiques fondamentaux et les stratégies nationales. Ainsi, ils peuvent représenter la cible de l'évolution structurelle mais non l'évolution structurelle en elle-même.

Si les indicateurs d'orientation des finances publiques traduisent les évolutions budgétaires à court et à moyen terme, ils sont inadéquats pour savoir si les politiques mises en œuvre nuisent à la solvabilité de l'État. D'autres types d'indicateurs, dits de soutenabilité, doivent alors être mobilisés.

## 4| Les indicateurs de soutenabilité des finances publiques

La soutenabilité se définit généralement comme la capacité du gouvernement à faire face à ses engagements financiers à long terme. La soutenabilité des finances publiques revient à satisfaire la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement impliquant que la valeur actuelle des excédents primaires futurs soit égale au stock de dette publique à recouvrer. Ainsi, plus la dette publique est élevée, plus sa réduction nécessite de dégager des excédents primaires importants, ce qui peut induire des mesures correctrices de grande ampleur.

La soutenabilité peut également s'appréhender en termes d'équité intergénérationnelle : plus l'assainissement des finances publiques se fera tardivement, plus les ajustements à entreprendre seront coûteux et nécessiteront d'augmenter très significativement les prélèvements obligatoires ou de réduire brutalement les dépenses. À l'inverse, corriger dès à présent les déséquilibres financiers permet de diminuer l'effort à entreprendre et de le répartir entre les différentes générations.

### 4| I Grille de lecture : existence d'un référentiel et nature de l'information initiale utilisée

La soutenabilité est un concept théorique dont la définition même fait d'elle une variable inobservable. Plusieurs approches coexistent pour évaluer la soutenabilité des politiques budgétaires. Ces approches diffèrent selon que l'on tient compte du comportement passé des gouvernements ou sur le seul état de l'économie à une date donnée. La deuxième différence importante concerne l'existence d'un référentiel qui va permettre de porter un jugement de valeur sur les politiques mises en œuvre (cf. tableau 4).

Zones A et B : pour étudier la soutenabilité, on utilise l'évolution des variables budgétaires au cours d'une période donnée. Il s'agit de mettre en évidence le comportement habituel des gouvernements face aux différents contextes économiques afin d'en déduire le caractère (non) soutenable de la politique budgétaire. Cette déduction peut s'opérer à l'aide d'une comparaison à un objectif absolu (cas A) ou du strict respect de la contrainte budgétaire (cas B).

Zones C et D : pour étudier la soutenabilité, on peut également projeter les évolutions futures des finances publiques à partir de l'information disponible à une date  $t$  et d'hypothèses macroéconomiques et démographiques. Il est alors possible d'estimer, soit l'ampleur de l'ajustement nécessaire afin de respecter une cible de soutenabilité telle qu'un ratio de dette égal à 60 % du PIB (cadre C), soit l'état des finances publiques à une date future compte tenue de la situation initiale (cadre D) comme par exemple le niveau de dette publique à l'horizon 2050.

L'analyse opérationnelle de la soutenabilité est d'autant plus complexe qu'elle nécessite une clarification sur les variables budgétaires retenues, notamment celles correspondant à la dette publique. Comme expliqué dans la deuxième section, la mesure de la

Tableau 4 Grille de lecture des indicateurs de soutenabilité

		Comportement moyen	Extrapolation des tendances
Objectif	Absolu	A	C
	Relatif	B	D

dette publique varie selon la définition choisie (dette brute ou nette, engagements explicites ou implicites). Si la plupart des analyses sur la soutenabilité reposent sur la dette brute, il peut être pertinent d'utiliser le concept de la dette nette, plus représentative des engagements effectifs des APU à long terme.

## 4|2 Les indicateurs de soutenabilité

L'identification des comportements du gouvernement s'opère généralement par l'emploi des tests économétriques. Ils évaluent si l'évolution des variables budgétaires dans une période donnée indique l'existence de liens réciproques entre les politiques économiques et la contrainte budgétaire gouvernementale.

Deux groupes de tests correspondent à deux approches pour évaluer le respect strict de la contrainte budgétaire du gouvernement, c'est-à-dire au cadre A dans le tableau :

- un premier groupe de tests évalue la propriété statistique de stationnarité pour les variables de finances publiques (dette publique et surplus primaire) ; la non-stationnarité des séries suggère une politique non soutenable car les indicateurs en question ne reviennent pas à leur moyenne ;
- un deuxième groupe de tests s'intéresse à la relation entre les différentes variables budgétaires ; la soutenabilité est évaluée à travers des relations de *co-intégration* entre les dépenses et les recettes publiques (cf. Afonso, 2000).

Enfin, un dernier groupe d'études teste la réaction du surplus primaire à l'évolution du ratio de dette publique : une réaction positive suggère une politique soutenable. Cette dernière méthodologie a l'avantage de prendre en compte l'environnement économique tel que la position dans le cycle et de pouvoir identifier les modifications de comportement dans le temps (cf. Cimadomo *et al.*, 2007). L'introduction d'une cible pour la dette, qu'elle soit issue d'un résultat économique (stabilisation du ratio de dette) ou d'une contrainte institutionnelle (seuil de dette publique en % du PIB) est possible dans cette approche. Elle correspond alors au cadre B du tableau. Toutefois, les tests économétriques ont l'inconvénient de supposer que le comportement des gouvernements dans le passé

va se reproduire dans le futur. Ainsi, une modification notable et récente dans la conduite de la politique budgétaire peut être sous-estimée et conduire à des interprétations fallacieuses.

L'approche traditionnelle en termes d'analyse prospective est la projection de long terme. Elle consiste à projeter le déficit et la dette publique sur une longue période à partir des évolutions attendues de la population et de ses conséquences sur les postes budgétaires. Elle correspond ainsi au cadre D du tableau. Cette approche a été largement utilisée ces dernières années pour prendre en compte les engagements futurs découlant des dépenses liées à l'âge (*Ageing Working Group* – AWG, de la Commission européenne). Ce type de dépenses publiques (couvrant les pensions vieillesse, la santé, la dépendance, le chômage et l'éducation) devrait croître en moyenne de 6 à 7 points de PIB dans les pays de l'OCDE d'ici le milieu du siècle, ce qui en fait un enjeu majeur pour les politiques budgétaires. Dans cette optique, une politique budgétaire est considérée comme non soutenable dès lors qu'elle conduit à un niveau élevé et croissant du ratio de dette à la fin de la période considérée.

Dans une optique similaire, mais dans un cadre plus formalisé, les exercices de comptes générationnels permettent également de calculer l'ajustement budgétaire nécessaire pour respecter la contrainte budgétaire du gouvernement, mais intègrent une perspective intergénérationnelle (cf. Auerbach *et al.*, 1999). Le principe de ces études est de calculer et de comparer la charge budgétaire subie par chaque génération. Si cette charge est plus élevée pour la génération future que pour la génération présente, la contrainte budgétaire n'est alors pas respectée ce qui est un signe de non-soutenabilité de la politique budgétaire.

Sur la base des projections de long terme, différents indicateurs synthétiques peuvent être calculés. Ces indicateurs reprennent l'analyse de Blanchard *et al.* (1990) qui proposent d'évaluer la soutenabilité à l'aide d'un indicateur "*tax gap*", soit l'écart entre le taux d'imposition soutenable et le taux actuel. Cet indicateur montre l'augmentation immédiate des recettes (ou la baisse des dépenses) qui, reportée à l'identique dans les années à venir, permettrait de placer les finances publiques sur un sentier considéré comme soutenable, c'est-à-dire tel que les excédents futurs couvrent la dette actuelle. Ce type d'indicateurs correspond, par conséquent, au cadre C du tableau.

Cette méthodologie a été utilisée par la Commission européenne (2006) qui propose une évaluation de la soutenabilité des finances publiques pour chaque État membre sur la base d'un scénario macroéconomique à l'horizon 2050 et de projections liées au vieillissement à travers deux indicateurs.

Un premier indicateur, indicateur *S1*, traduit l'amélioration immédiate et pérenne du solde public qui serait nécessaire pour traduire un ratio de dette de 60 % en 2050. Un second indicateur, indicateur *S2*, traduit l'amélioration immédiate et pérenne du solde public qui permettrait d'assurer que la dette accumulée jusqu'à aujourd'hui est financée par des surplus futurs. Cet indicateur peut être décomposé en deux facteurs : l'impact de la position initiale qui, si elle est dégradée, génère par elle-même un effet « boule de neige » et l'impact du vieillissement qui pèse sur l'évolution de la dépense publique. Ainsi, des valeurs positives des indicateurs *S1* et *S2* suggèrent que les politiques actuelles ne sont pas soutenables (cf. tableau 5).

Des indicateurs alternatifs voulant expliciter les conditions de stabilité de la dette et l'importance des ajustements pour un financement *ex ante* ont également été proposés (cf. Langenus, 2006). Ces indicateurs (*sustainability gaps*) ont l'avantage de donner une mesure du risque de soutenabilité qui est aisément compréhensible. Toutefois, la construction de tels indicateurs implique l'emploi de nombreuses hypothèses (démographiques, économiques, budgétaires) qui sont entourées d'incertitude et peuvent biaiser l'analyse. De plus, les indicateurs ne tiennent pas compte de la faisabilité des actions gouvernementales. Par exemple, ils sont indépendants du niveau d'imposition et ne prennent donc pas en compte les difficultés à accroître ce niveau lorsque celui-ci est déjà élevé. Enfin, un choc macroéconomique négatif engendrant un

accroissement de la dette à court terme (et influençant de fait les résultats des indicateurs) doit être pris en compte dans l'interprétation globale du risque de non-soutenabilité. Il est par conséquent difficile d'évaluer exactement si les politiques entreprises sont soutenables ou non.

Les méthodes prospectives relativement complexes évoquées ci-dessus ainsi que la réaction des marchés financiers aux politiques peuvent être considérées comme des éléments qui contribuent à l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques. En effet, les marchés financiers jugent la crédibilité des politiques budgétaires entreprises. Ardagna (2004) a ainsi montré que les ajustements budgétaires, qui se produisent dans l'année à travers des coupes dans les dépenses publiques et qui permettent de diminuer de manière substantielle et durable la dette publique, bénéficient d'une plus forte baisse des taux d'intérêt des titres d'État et d'une meilleure valorisation par les marchés. Le cas de l'Italie en est un exemple récent : les agences ont dégradé la note de l'Italie en octobre 2006 car elles considéraient que le projet de loi de finances présenté était insuffisant en termes d'ajustement budgétaire.

## 5| Une illustration sur les finances publiques françaises en 2006

Les indicateurs que nous venons de décrire vont permettre de mettre en évidence certaines caractéristiques de la situation et de l'orientation des finances publiques françaises, puis de donner des éléments d'interprétation sur les évolutions de moyen et long terme. Cependant, cette analyse demeure partielle et ne peut pas être considérée comme un bilan définitif des comptes publics, lequel nécessiterait le recours à des outils plus analytiques que de simples indicateurs.

L'image donnée par les finances publiques françaises en 2006 est mitigée. D'une part, le solde public, notifié à - 2,5 % du PIB, respecte le critère de Maastricht de 3 % après l'avoir frôlé en 2005, d'autre part le ratio de dette dépasse encore le seuil européen de 60 %, même s'il diminue pour la première fois depuis 2001. C'est également la première fois depuis cette date que le solde public est supérieur au « solde stabilisant la dette ». Ainsi, même sans la contribution des

**Tableau 5 Indicateurs de soutenabilité**

(en % du PIB)

	Dette 2005	Dette 2050	S1	S2		
				Position Initiale	Vieillessement	Total
France	66,6	239	3,2	1,4	2,6	4,0
Allemagne	66,7	261	3,5	1,6	2,8	4,4
Royaume-Uni	42,8	239	3,4	1,8	3,2	4,9
Zone euro	70,0	196	2,3	0,2	3,5	3,3
UE 25	63,0	180	2,1	0,3	3,0	3,4

Source : Commission européenne (2006)

ajustements flux-stocks, particulièrement importante en 2006, le ratio de dette aurait diminué. Cependant, les comptes publics français restent parmi les plus déséquilibrés de la zone euro dont le déficit moyen atteint 1,6 % du PIB en 2006. En revanche, le ratio de dette français est légèrement inférieur à celui de la zone (69 % du PIB).

La réduction du déficit public, légèrement supérieure à celle inscrite en Loi de finances initiale, résulte à la fois d'une hausse du taux des prélèvements obligatoires et d'une baisse du poids des dépenses publiques dans le PIB. L'effort de réduction du déficit peut se révéler plus important si l'on raisonne hors mesures temporaires. En effet, le niveau du solde public revient alors de - 3,6 % du PIB à - 2,9 %, en 2006. Toutefois, le solde primaire revient presque à l'équilibre, ce qui signifie que le déficit public est approximativement égal à la charge de la dette. Le rapprochement du solde effectif et du CAB montre qu'une partie du déficit serait d'origine conjoncturelle mais cette information est peu significative dès lors qu'on n'identifie pas avec certitude la phase du cycle d'activité dans laquelle se situe la France en 2006.

La lecture d'indicateurs d'orientation est nécessaire pour savoir si la France est dans une phase d'amélioration de ses comptes publics à moyen terme ou si elle profite de circonstances ponctuelles permettant d'afficher des résultats moins dégradés qu'en 2005. La variation du CAB hors mesures temporaires atteint 0,9 % du PIB ce qui peut révéler l'existence d'efforts plus importants que l'année précédente pour réduire les déficits. Cependant, les fortes recettes fiscales excédentaires perçues en 2006 et implicitement considérées comme structurelles dans le calcul du CAB, pourraient se révéler *in fine* comme étant d'origine conjoncturelle, en lien avec les fluctuations des marchés financiers et immobilier. De ce point de vue, la lecture de la variation du CAB comme du PCAB peut être trompeuse.

Par ailleurs, selon les autres indicateurs d'orientation, l'effort le plus marqué apparaît en 2005, suivi d'un relâchement en 2006. Or, ce mouvement résulte des mesures temporaires, qui, une fois déduites, conduisent à une chronologie contraire : c'est en 2006 que l'effort a été le plus prononcé. L'orientation de la politique budgétaire s'est donc avérée plutôt restrictive comme le montre la variation du CAB hors mesures temporaires qui passe de 0,5 à 0,9 point de PIB. La composante conjoncturelle du déficit, qui s'apparente aux stabilisateurs automatiques, a eu tendance à se creuser depuis 2001, en lien avec un écart de production négatif. Il semblerait dès lors que cette politique budgétaire soit relativement procyclique. Plus probablement, l'économie française se situerait dans une période de transition avec l'amorce d'une reprise de la croissance, période particulièrement difficile à identifier en temps réel.

L'analyse de l'évolution des finances publiques à long terme n'est pas évidente et nécessite de recourir aux indicateurs de soutenabilité. La projection des tendances observées en 2006 jusqu'en 2050 est basée sur le jeu d'hypothèses du groupe AWG de la Commission européenne<sup>7</sup>. La projection retenue conduit à un ratio de dette de l'ordre de 230 % du PIB en 2050 ! Mais s'il n'existe pas de niveau de dette optimal, il est clair que cette valeur semble d'autant plus excessive qu'elle croît de façon ininterrompue. Les indicateurs S1 et S2 montrent également qu'en l'absence d'ajustements budgétaires importants et immédiats, les revenus futurs ne permettront pas de couvrir la dette. La question de la soutenabilité des

**Tableau 6 Indicateurs budgétaires pour la France**

(en % du PIB)

	2005	2006
<b>Croissance du PIB en volume</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Indicateurs de situation</b>		
Solde public (Sec 95)	- 3,0	- 2,6
Solde public notifié	- 2,9	- 2,5
Solde hors mesures temporaires	- 3,6	- 2,9
Solde primaire	- 0,4	- 0,1
Ratio de dépenses	53,7	53,4
Taux de prélèvements obligatoires	43,8	44,2
CAB	- 2,6	- 2,0
CAB hors mesures temporaires	- 3,2	- 2,3
Ratio de dette	66,7	64,2
Solde stabilisant	- 2,2	- 2,9
<b>Indicateurs d'orientation</b>		
ΔCAB	1,1	0,6
ΔPCAB	1,0	0,5
ΔCAB hors mesures temporaires	0,5	0,9
<b>Indicateurs de soutenabilité</b>		
Projection dette en 2050	239,0	230,0
S1	3,2	2,6
S2	4,0	3,4

Sources : MINEFI, Commission européenne ; calculs des auteurs

7 D'autres jeux d'hypothèses raisonnables conduisent à des résultats sensiblement différents mais ne remettent pas en cause les conclusions.

comptes publics français est donc pertinente, même si les indicateurs ne produisent qu'une réponse indicative sur l'ampleur des déséquilibres de long terme.

Au total, l'analyse statique de la situation des finances publiques françaises apporte des enseignements ambigus : les comptes français reposent sur des ratios de dépenses et de recettes publiques élevés, sont en déséquilibre relativement important et montrent une amélioration d'ampleur limitée. Toutefois, l'orientation

de la politique budgétaire semble mener à un début d'assainissement. Cependant, comme toujours en temps réel, le contexte de croissance est mal identifié. Il est alors délicat d'être très conclusif sur l'ampleur des risques de dérive à moyen et à long terme. Cela est d'autant plus vrai qu'une analyse plus fouillée devrait faire également appel à des évaluations qualitatives souvent réputées difficiles (nature et impact des réformes engagées, efficacité de la dépense publique, capacité des agents à absorber certains chocs, etc.).



## Bibliographie

### Afonso (A.) (2000)

"Fiscal policy sustainability: some unpleasant European evidence", ISEG Working Papers, n° 12

### Ardagna (S.) (2004)

"Financial market's behaviour around episodes of large changes in the fiscal stance", Working Paper BCE, n° 390

### Auerbach (A.), Kotlikoff (L.) et Leibfritz (W.) (1999)

"Generational accounting around the world"? dans Mayer (T. S.) and Sheffrin (S. M.) (eds.), *Fiscal and Monetary Policy*, Elgar, Aldershot, p. 348-359

### Balassone (F.), Franco (D.) et Zotteri (S.) (2006)

"The reliability of EMU indicators: risks and safeguards", Workshop, "Fiscal indicators in the EU budgetary surveillance", Commission européenne, Bruxelles, septembre

### Blanchard (O.) (1990)

"Suggestions for a new set of fiscal indicators", Working Paper, OCDE, n° 79

### Blanchard (O.), Chouraqui (J.), Hagemann (R.) et Sapir (N.) (1990)

"The sustainability of fiscal policies: new answers to an old question", OCDE Economic studies, vol. 15, p. 7-36

### Boije (R.) et Fischer (J.) (2006)

"Fiscal indicators in a rule-based framework", dans "Fiscal indicators", Banca d'Italia workshop, Perugia, 30 mars

### Bouthevillain (C.) (2006)

« Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », *Bulletin de la Banque de France*, n° 154, p. 23-36

### Braconier (H.) et Holden (S.) (1999)

"Fiscal indicators and cyclical sensitivity in the Nordic countries", NIER Working Paper, n° 67

### Brosens (T.), Kremer (J.), Langenus (G.), Momigliano (S.), Rodrigues-Braz (C.) et Spolander (M.) (2006)

"A disaggregated approach framework for the analysis of structural developments of public finances", BCE Working Paper, n° 579

### Cahn (C.), Saint-Guilhem (A.) (2006)

« Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 155, p. 19-29

### Cette (G.) (2002)

"Le choix d'une batterie d'indicateurs de positionnement dans le cycle », *Bulletin de la Banque de France*, n° 103, p. 47-54

### Chalk (N.A.) (2002)

"Structural balances and all that: which indicators to use in assessing fiscal policy", Working Paper, FMI, n° 101

### Cimadomo (J.), Garnier (J.) et Schalck (C.) (2007)

"Time varying fiscal policy rules for five OECD countries", 64<sup>e</sup> conference de l'ESEM, Budapest, 27-31 août

### Coeuré (B.) (2002)

« Soutenabilité des finances publiques et gestion actif/passif de l'État : un cadre d'analyse », *Revue française d'économie*, janvier

### Commission européenne (2006)

"The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)", *European Economy*, Special Report, n° 1/2006

### Langenus (G.) (2006)

"Fiscal sustainability indicators and policy design in the face of ageing", Working Paper de la Banque nationale de Belgique, n° 102

### Musgrave (R.A.) (1959)

"The theory of public finance", Mc Graw Hill, New York

### Turner (D.) (2006)

"Should measures of fiscal stance be adjusted for terms of trade effect", Working Paper, OCDE, n° 519

# L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro

**Michel BOUTILLIER**  
Université Paris X-Nanterre

**Dominique NIVAT, Vichett OUNG**  
Banque de France

*Même si l'évolution de la masse monétaire de la zone euro (M3) résulte avant tout de facteurs internes, l'influence des non-résidents sur cet agrégat est loin d'être négligeable. Dans une économie ouverte comme celle de la zone euro, les échanges réels et surtout financiers avec l'extérieur sont susceptibles de faire varier amplement les encaisses des agents résidents détenteurs de monnaie.*

*À la fin du troisième trimestre 2007, le taux de croissance annuel de M3 s'établissait à 11,3 %, en hausse de 2,8 points par rapport à la fin du troisième trimestre 2006. L'examen des contreparties de la masse monétaire montre que la vigueur de la progression des crédits bancaires au secteur privé résident explique l'essentiel de la croissance de M3 depuis deux ans. Toutefois, le renforcement de la croissance de la masse monétaire entre octobre 2006 et septembre 2007 est également imputable à l'accroissement des créances nettes des banques sur l'extérieur (i.e. la contrepartie extérieure), dont une partie seulement reflète les transactions entre les agents non financiers résidents et les non-résidents.*

*À cet égard, la présentation monétaire de la balance des paiements confirme que le gonflement des entrées de capitaux liées aux achats par les non-résidents de titres de la zone euro a significativement contribué, à partir de septembre 2006, à l'accroissement de la contrepartie extérieure et, ce faisant, à l'accélération de l'agrégat M3. Cet effet a toutefois été atténué car une partie des titres acquis par les non-résidents ont été émis ou cédés par les banques résidentes qui ont ainsi accru leurs ressources à long terme ou réduit leurs portefeuilles de titres (publics en particulier) : dans un cas comme dans l'autre, les acquisitions des non-résidents n'ont donc pas eu d'incidence sur la croissance de M3 en raison de l'interdépendance des contreparties de la masse monétaire. Au total, la contrepartie extérieure explique près de la moitié du renforcement de la croissance monétaire observé entre octobre 2006 et septembre 2007, le reste tenant aux facteurs internes traditionnels.*

Mots-clés : M3, agrégats monétaires, contreparties de la masse monétaire, créances extérieures nettes, balance de paiements, investissements de portefeuille, institutions financières monétaires

Codes JEL : E41, E51, F32, F41, G15

NB : Les données présentées dans cet article, de source BCE, ont été mises à jour le 26 novembre 2007.

## I | L'accélération de la masse monétaire depuis le dernier trimestre 2006...

Les agrégats monétaires de la zone euro ont enregistré ces deux dernières années une croissance soutenue, principalement du fait de l'essor des concours des institutions financières monétaires (IFM)<sup>1</sup> au secteur privé de la zone euro. Ces concours ont

ainsi contribué pour un peu plus de 16 points de pourcentage à la croissance annuelle de l'agrégat M3 sur les quatre trimestres s'achevant en septembre 2007 (cf. graphique 1). Au sein des concours au secteur privé, les prêts accordés par les banques ont crû à un rythme annuel de 11,0 %, tandis que leurs avoirs en titres de créance émis par des agents non financiers (ANF) résidents augmentaient de 31,6 % et leurs avoirs en actions de 3,7 %. Ainsi, la vigueur de la croissance de la masse monétaire sur cette période

### ENCADRÉ I

#### Les contreparties de la masse monétaire de la zone euro

Le bilan consolidé des IFM de la zone euro regroupe, à son passif, l'ensemble des avoirs monétaires des résidents de la zone euro, parmi lesquels ceux détenus par les agents non financiers et les institutions financières non monétaires (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension) forment la masse monétaire M3. Ce passif englobe également les ressources à long terme des IFM, qui n'entrent pas dans l'agrégat puisqu'elles sont par nature non monétaires.

À l'actif du bilan consolidé des IFM, figurent les principales contreparties de la masse monétaire : les crédits aux résidents de la zone euro et les portefeuilles de titres émis par les résidents de la zone euro, ainsi que le poste créances extérieures nettes correspondant au solde des créances sur les non-résidents et des engagements envers les non-résidents (la contrepartie extérieure).

#### Bilan consolidé (simplifié) des IFM de la zone euro (a)

(en milliards d'euros)

	30 septembre 2005	30 septembre 2006	30 septembre 2007	Variation 2006/2005	Variation 2007/2006
Crédits aux résidents (APU)	833	824	811	- 9	- 13
Crédits aux résidents (ANF hors APU)	8 073	8 984	9 946	911	962
Titres autres qu'actions émis par APU résidents	1 526	1 531	1 434	5	- 97
Titres autres qu'actions émis par ANF résidents	507	620	806	113	186
Actions émises par ANF résidents	730	809	857	80	47
Non ventilé par zone géographique et divers	1 808	2 045	2 603	237	557
Créances nettes sur l'extérieur	450	484	674	34	190
<b>Total actif</b>	<b>13 927</b>	<b>15 298</b>	<b>17 131</b>	<b>1 371</b>	<b>1 833</b>
M3	6 919	7 533	8 373	614	840
M1	3 322	3 581	3 819	259	238
M2-M1	2 610	2 864	3 297	254	433
M3-M2	986	1 088	1 257	102	169
Ressources non monétaires	4 678	5 090	5 538	412	449
Non ventilé par zone géographique et divers	2 330	2 675	3 219	345	544
<b>Total passif</b>	<b>13 927</b>	<b>15 298</b>	<b>17 131</b>	<b>1 371</b>	<b>1 833</b>

(a) y compris Eurosystem

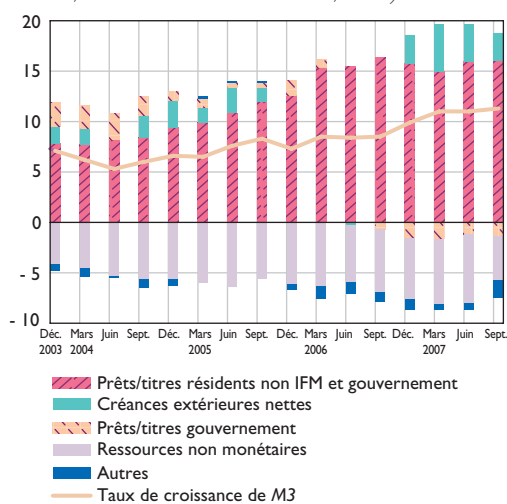
.../...

<sup>1</sup> Dans la suite de cet article, les banques sont assimilées aux institutions financières monétaires (IFM), les établissements de crédit étant les principaux agents du secteur des IFM concernés par les relations avec les non-résidents.

Les créances nettes des IFM sur l'extérieur découlent en principe de l'ensemble des opérations des IFM identifiées comme étant conclues avec des non-résidents. Toutefois, les avoirs des non-résidents en titres de participation (actions) et de titres de créance à long terme émis par les IFM ne sont pas inclus dans la contrepartie extérieure car ils ne sont pas sectorisés dans le bilan monétaire. En effet, dans l'état actuel des choses, ni les statistiques monétaires ni les comptes financiers de la zone euro ne permettent d'opérer une ventilation par secteur émetteur des encours de titres émis par les agents résidents de la zone et détenus par des agents non-résidents.

**Graphique 1 Contribution des contreparties de M3 à la croissance monétaire**

(données cvs, contribution à la croissance, en %)



est essentiellement imputable au recours accru du secteur privé résident à l'endettement, dans un contexte marqué par le redressement de la conjoncture économique de la zone euro et la persistance de conditions financières plutôt favorables.

Mais ces évolutions ne suffisent pas à expliquer l'accélération de M3 enregistrée à compter du quatrième trimestre de 2006, son rythme annuel (en données cvs) passant de 8,5 % fin septembre 2006 à 11,3 % à la fin du troisième trimestre 2007. Si la contribution du crédit interne à la croissance de M3 explique très largement l'évolution soutenue de l'agrégat (cf. graphique 1), c'est la contrepartie extérieure qui est principalement à l'origine de cette accélération de 2,8 points entre la fin de l'automne 2006 et le troisième trimestre 2007.

## 2| ...est liée pour une part significative à l'accroissement de la contrepartie extérieure

Après avoir atteint à fin mars 2007 un niveau inédit depuis la création de la zone euro, à 340 milliards d'euros, le flux annuel des créances nettes des banques sur l'extérieur <sup>2</sup> s'est établi à 206 milliards d'euros à fin septembre, contre - 9 milliards à fin septembre 2006. Cet accroissement substantiel de la contrepartie extérieure est dû à la très forte progression des crédits bancaires aux non-résidents, qui l'a largement emporté sur l'augmentation des dépôts de ces derniers (cf. graphique 2). Parallèlement, les banques résidentes ont acheté davantage de titres à long terme (actions et obligations) émis par des non-résidents qu'elles n'ont vendu de titres de créance à court terme à ces derniers. Au total, la contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 s'est nettement renforcée depuis le quatrième trimestre 2006.

Cependant, une simple approche comptable ne saurait suffire à déterminer avec exactitude l'incidence finale des relations avec l'étranger en termes de création de monnaie car elle ne suffit pas à expliquer la nature des opérations sous-jacentes entre agents non financiers résidents et agents non résidents. Révéler l'influence de ces dernières est l'objet de la présentation monétaire de la balance des paiements (cf. encadré 2). Fondée sur une décomposition entre opérations courantes <sup>3</sup>, investissements directs, achats et ventes d'actifs financiers, dépôts et emprunts entre les agents non financiers résidents et les non-résidents, celle-ci permet en effet de retracer les opérations qui sont à l'origine des variations des avoirs et des engagements des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents, et donc de la contrepartie extérieure de M3.

<sup>2</sup> Selon la méthodologie des statistiques monétaires, les flux correspondent aux variations d'encours corrigées des effets de valorisation et de divers ajustements comptables.

<sup>3</sup> Les transactions courantes englobent les exportations et importations de biens et services, les paiements de revenus et les transferts courants.

ENCADRÉ 2

**La présentation monétaire de la balance des paiements**

La présentation monétaire de la balance des paiements a pour objet de différencier les transactions entre résidents et non-résidents en fonction de leur incidence sur la création monétaire. Cela revient à établir une distinction entre les opérations monétaires des IFM résidentes avec les non-résidents et les autres opérations de balance des paiements. Il faut cependant résoudre au préalable quelques difficultés : la connaissance des opérations des non-résidents sur les titres d'OPCVM monétaires de la zone ; l'identification des opérations des non-résidents sur les titres de créance émis par les IFM de durée inférieure à deux ans ; le traitement des erreurs et omissions. En pratique, pour l'élaboration des statistiques sur la présentation monétaire de la balance des paiements, la BCE retranche des achats nets de titres par les non-résidents les achats nets de titres d'OPCVM monétaires de la zone et de titres de créance émis par les IFM de durée initiale inférieure à deux ans, tels qu'ils peuvent être calculés à partir du bilan des IFM, cette information ne pouvant pas être obtenue par la balance des paiements de la zone euro. La BCE considère en outre que les erreurs et omissions nettes correspondent à des opérations mal identifiées des agents non financiers.

Compte tenu de leur signe, presque systématiquement négatif depuis 2002<sup>1</sup>, les erreurs et omissions peuvent être imputées soit à une surestimation du solde des transactions courantes de la zone euro, soit à des sorties de capitaux des agents non financiers.

<sup>1</sup> Sur la période de quatre trimestres se terminant en septembre 2007, les erreurs et omissions nettes présentent ainsi un solde cumulé de - 132 milliards.

Deux exemples peuvent illustrer l'incidence de ces opérations avec les non-résidents sur la création monétaire :

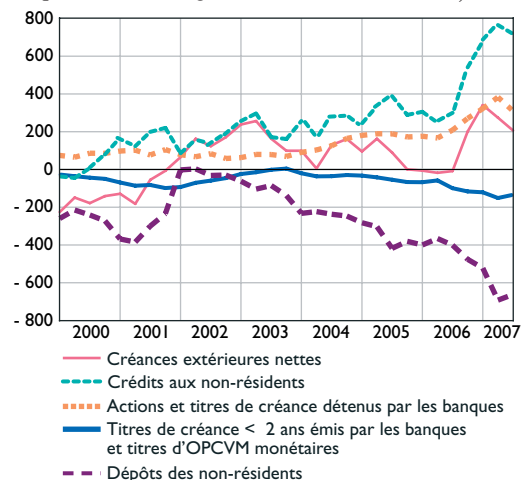
- lorsqu'un importateur non résident achète un bien ou un titre à une entreprise résidente et règle cet achat par débit de son compte bancaire local au profit de cette entreprise, il y a création monétaire parallèlement à la baisse des engagements extérieurs des banques résidentes (en l'occurrence vis-à-vis de la banque de l'importateur non résident), laquelle se traduit par une augmentation des créances nettes sur l'extérieur ;
- lorsqu'un non-résident souscrit un titre émis par une administration publique ou une entreprise non financière résidente et règle cette souscription par débit de son compte bancaire local au profit de l'administration publique ou de l'entreprise émettrice, il y a augmentation parallèle des créances nettes sur l'extérieur et de la masse monétaire, celle-ci s'accroissant du montant du dépôt effectué par l'administration ou l'entreprise auprès des banques résidentes à l'occasion du règlement de l'émission.

Dans un cas comme dans l'autre, les deux opérations décrites ci-dessus conduisent à un accroissement des dépôts des agents non financiers résidents, et

donc à une augmentation de la masse monétaire parallèlement à l'augmentation des créances nettes des banques sur l'extérieur. De manière plus générale, la présentation monétaire de la balance des paiements permet de vérifier que seules les opérations impliquant des agents non financiers résidents sont susceptibles d'avoir une incidence sur la création monétaire.

**Graphique 2 Opérations des banques avec les non-résidents**

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)

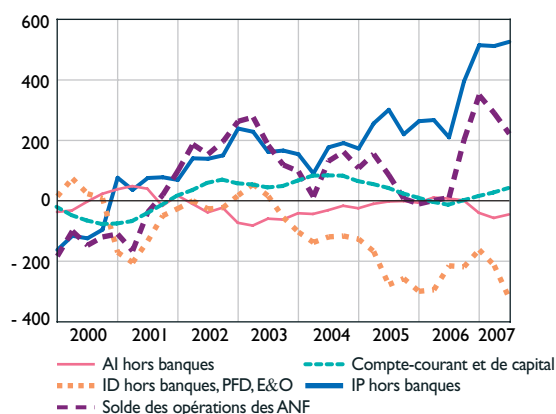


### 3| Depuis le quatrième trimestre 2006, les non-résidents ont procédé à des achats massifs de titres émis dans la zone euro...

La présentation monétaire de la balance des paiements montre que la forte croissance de la contrepartie extérieure de M3 observée à partir du quatrième trimestre 2006 tient essentiellement aux investissements de portefeuille, et plus particulièrement aux achats de titres non monétaires de la zone euro par les non-résidents, très largement supérieurs aux achats de titres étrangers par des résidents (cf. graphique 3). Les premiers sont ainsi passés de 509 milliards d'euros sur la période comprise entre octobre 2005 et septembre 2006 à 726 milliards sur les quatre trimestres suivants, tandis que les seconds tombaient de 298 à 194 milliards d'euros.

Graphique 3 Présentation monétaire de la balance des paiements

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



Note : Le graphique ci-dessus détaille l'ensemble des opérations des agents non financiers (ANF) résidents avec l'extérieur : investissements directs (ID), transactions sur produits financiers dérivés (PFD), erreurs et omissions (E&O), investissements de portefeuille (IP), « autres investissements » (AI) et transactions courantes ou transferts en capital.

Toutes choses égales par ailleurs, l'accroissement des investissements nets de portefeuille (321 milliards d'euros) aurait impliqué à lui seul une accélération de l'ordre de 4 points de la croissance de la masse monétaire<sup>4</sup>. Toutefois cet accroissement représente un montant largement supérieur à la variation des créances extérieures nettes (215 milliards d'euros). En effet, d'autres postes de la balance des paiements contribuent à la variation des créances extérieures nettes des banques : sur les quatre derniers trimestres analysés, la contribution à l'évolution de M3 des autres opérations des agents non financiers de la zone euro avec l'extérieur a été positive pour les opérations courantes et le compte de capital (55 milliards), mais négative (prêts et placements - 61 milliards, produits financiers dérivés, - 61 milliards, erreurs et omissions - 32 milliards) ou négligeable pour les autres rubriques (investissements directs).

### 4| ... dont seule une partie a été toutefois source de création monétaire

Si les investissements nets de portefeuille ont fortement contribué à l'accroissement de la contrepartie extérieure depuis la fin 2006, leur incidence sur la croissance de M3 a été néanmoins atténuée par les mécanismes d'interdépendance des contreparties de cet agrégat (cf. encadré n°3).

En effet, face à une forte demande externe de titres de créance à long terme de la zone euro, du fait notamment de l'alourdissement des engagements de retraites et du poids croissant des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance et fonds de pension) privilégiant la détention de titres longs<sup>5</sup>, les banques ont accru leur offre de titres, soit en émettant des titres à leur nom, soit en cédant des titres qu'elles détenaient en portefeuille. Ainsi, depuis 2006, les banques ont sensiblement accru leurs émissions de titres de créance à long terme. Ceci peut également s'expliquer, notamment en France et en Espagne, par le souci de limiter leur position

4 Les flux annuels d'investissements nets de portefeuille dans la zone euro sont passés de 211 milliards fin septembre 2006 à 532 milliards fin septembre 2007, soit un accroissement de 321 milliards. L'encours brut de M3, qui s'élevait à 6 919 milliards fin septembre 2005, s'est établi à 7 533 milliards fin septembre 2006. L'accroissement des investissements nets de portefeuille a ainsi contribué pour quatre points à l'accélération de la croissance de M3 observée entre la période de quatre trimestres s'achevant en septembre 2006 et celle s'achevant en septembre 2007 : 4,0 % = (532/7 533) - (211/6 919)].

5 Selon le Committee on the global financial system (CGFS) (2007), ce déséquilibre entre offre et demande de titres longs aurait été amplifié sur la période récente, d'une part, par les efforts de désendettement conduits dans un certain nombre d'États européens et, d'autre part, par la généralisation des normes IFRS pour les fonds de pension anglo-saxons, qui a pour effet d'inciter ces derniers à réduire leur risque de transformation et à mieux adosser leurs engagements à des actifs à long terme.

## ENCADRÉ 3

**L'interdépendance des contreparties de la masse monétaire**

La contrepartie extérieure est une source de création monétaire parmi d'autres. Ses évolutions soulèvent donc les mêmes enjeux que celles des autres contreparties en termes de risques pour la stabilité des prix. Dans certains cas toutefois, l'augmentation de la contrepartie extérieure n'a pas d'incidence sur la position monétaire des IFM vis-à-vis des agents non financiers résidents. Tel est le cas notamment lorsque les banques cèdent aux non-résidents des titres de la zone euro, publics ou privés, qu'elles avaient acquis antérieurement. Ces cessions n'impliquant pas d'agent résident appartenant à un secteur détenteur de monnaie sont sans effet sur la masse monétaire, l'augmentation des créances nettes des IFM sur l'extérieur qui en résulte étant compensée par une réduction des créances des IFM sur un secteur résident ; en d'autres termes, l'augmentation de la contrepartie extérieure à l'actif du bilan des IFM coïncide avec la diminution de la contrepartie « Titres émis par des agents non financiers résidents » (cf. tableau de l'encadré 1), illustrant ainsi le mécanisme d'interdépendance des contreparties de la masse monétaire.

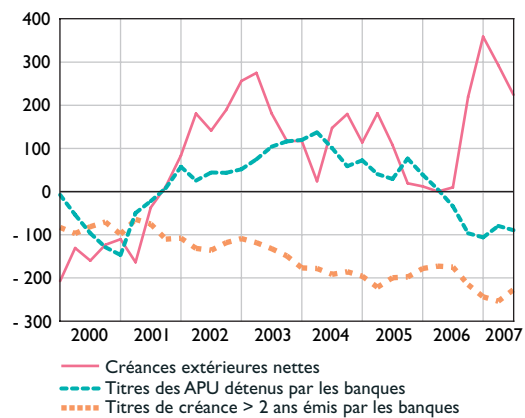
Le mécanisme est de même nature pour les titres de créance de durée supérieure à deux ans émis par les IFM résidentes, dès lors qu'ils sont acquis par des non-résidents : l'accroissement des créances nettes sur l'extérieur qui s'ensuit ne se traduit pas par une augmentation de la masse monétaire, mais par une hausse des ressources non monétaires des IFM (cf. tableau de l'encadré 1).

de transformation liée au développement de leur portefeuille de crédits à l'habitat et à la raréfaction des ressources d'une durée supérieure à deux ans sous forme de dépôts. On peut supposer qu'une bonne part de ces émissions a été souscrite par des non-résidents, auquel cas contrepartie extérieure et engagements financiers à long terme ont pu augmenter en parallèle, sans la moindre incidence sur la masse monétaire. Cependant, l'importance exacte du phénomène ne peut être déterminée avec précision en l'état actuel du dispositif statistique de l'Eurosysteme.

En outre, les banques ont réduit leurs positions en obligations émises par des administrations publiques de la zone euro, qui ont pu être partiellement rachetées par des non-résidents, entraînant une substitution entre la contrepartie extérieure et la contrepartie « concours aux administrations publiques ». Les banques de la zone euro ont ainsi cédé au total pour 90 milliards de titres publics sur la période de quatre trimestres s'achevant en septembre 2007, après un pic de 106 milliards au cours de celle se terminant en mars 2007 (cf. graphique 4). Ces opérations reflètent globalement un réaménagement des portefeuilles-titres des banques qui ont accru leurs avoirs en titres émis par les sociétés non financières résidentes d'un montant comparable à celui de leurs cessions de titres publics au cours de la période sous revue.

**Graphique 4 Interdépendance des contreparties de la masse monétaire**

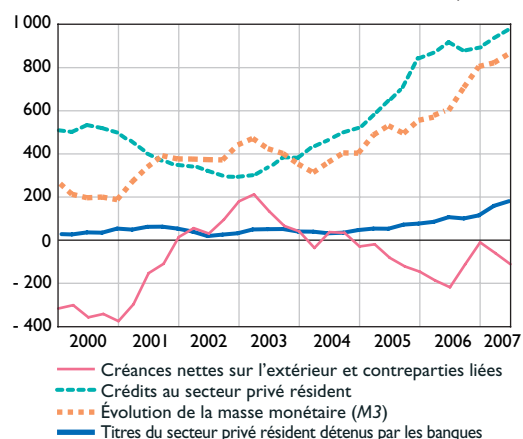
(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



On peut regrouper au sein d'une même composante les flux correspondant aux contreparties entre lesquelles on suppose qu'il y a interdépendance : créances nettes des banques sur l'extérieur, opérations nettes des banques sur titres publics et émissions nettes par les banques de titres de créance de durée supérieure à deux ans. Cet agrégat constitue ainsi un minorant de l'effet net de la contrepartie extérieure sur M3 puisqu'il est estimé sous l'hypothèse que les non-résidents ont acquis tous les titres publics à long

**Graphique 5 Impact effectif de la contrepartie extérieure sur la création monétaire**

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



Note : La composante « Créances nettes sur l'extérieur et contreparties liées » regroupe la variation des créances nettes des banques sur l'extérieur, le solde des opérations des banques sur titres publics et les émissions nettes de titres de créance de durée supérieure à deux ans par les banques.

terme cédés par les banques et tous les titres de créance à plus de deux ans émis par celles-ci. Les variations de cet indicateur peuvent être comparées avec celles des crédits au secteur privé résident, principale contrepartie interne de l'agrégat (cf. graphique 5). Cet indicateur a augmenté de 106 milliards, contribuant ainsi pour un peu moins de la moitié à l'accélération globale de M3.

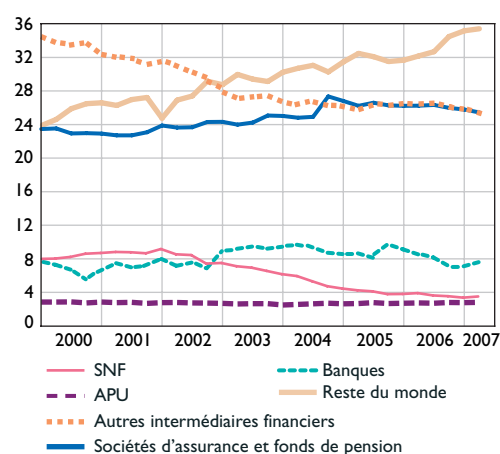
## 5| L'appétence des non-résidents pour les titres longs de la zone euro...

Une confirmation du résultat précédemment évoqué peut être tirée de l'analyse des comptes financiers de la zone euro : celle-ci permet en effet d'obtenir une vision assez précise de la détention des titres longs au sein de la zone euro (et principalement émis dans cette zone), dès lors que l'on prend soin de consolider la position des banques en la matière (cf. graphique 6). Elle montre ainsi que la baisse de la position des banques en titres de créance depuis le premier trimestre 2006 a été compensée par une augmentation de celle des non-résidents.

Dans une perspective à plus long terme, on observe au demeurant que tous les secteurs résidents ont vu

**Graphique 6 Structure par détenteurs du marché des titres de créance de la zone euro (hors produits dérivés)**

(en %)



leur part du stock de titres de créance baisser ou se stabiliser sur les six dernières années, alors que la part des titres de créance émis dans la zone euro et détenus par le reste du monde s'est accrue. Des facteurs structurels, dont quelques-uns sont évoqués ci-dessus, ont sans doute incité les non-résidents à acheter les titres cédés par des sociétés non financières et des institutions financières autres que les banques, sociétés d'assurance et fonds de pension.

## 6| ... semble avoir conforté la préférence des agents résidents pour la détention de monnaie

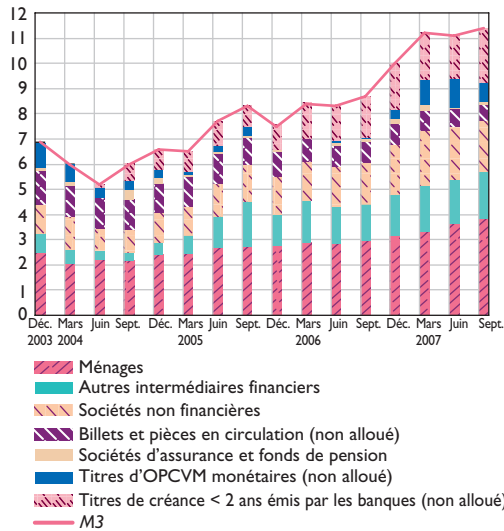
La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 a accentué le phénomène d'accumulation de monnaie par les résidents de la zone euro déjà relevé par ailleurs. De fait, les agents détenteurs de monnaie (ménages, sociétés non financières, autres intermédiaires financiers, etc.) ont eu tendance, dans l'ensemble, à augmenter leurs encaisses sur la période étudiée (cf. graphique 7).

Toutefois, si l'essor des crédits au secteur privé (cf. *supra*) explique sans doute au premier chef l'accroissement de la détention de monnaie par les



**Graphique 7 Contribution des secteurs détenteurs à la croissance de M3**

(données brutes en %)



Note : Le graphique ci-dessus détaille la contribution des secteurs détenteurs de monnaie à la croissance de l'agrégat M3. Trois composantes de l'agrégat ne peuvent toutefois être ventilées par secteur à ce jour : les billets et pièces en circulation, dont une partie non identifiable est détenue par des non-résidents, sont par convention réintégrés intégralement dans l'agrégat ; les titres d'OPCVM monétaires et les autres titres de durée inférieure à deux ans émis par les banques ne sont en revanche inclus dans l'agrégat qu'à hauteur de la part détenue par les résidents.

ménages au cours des deux dernières années, la création de monnaie liée aux opérations avec les non-résidents semble, pour sa part, avoir plutôt nourri la croissance des encaisses des autres agents du secteur privé, et notamment des sociétés non financières et des autres intermédiaires financiers.

Le renforcement de l'appétence des non-résidents pour les titres longs de la zone euro est ainsi allé de pair avec l'accroissement de la détention de monnaie par ces deux catégories d'agents résidents. Reste dès lors à cerner les raisons de ces comportements contrastés entre non-résidents et résidents. S'agissant des premiers, on peut citer, au-delà des facteurs structurels précédemment évoqués, l'attrait renforcé que les actifs longs libellés dans la monnaie unique ont pu exercer auprès des investisseurs internationaux, sur fond d'affaiblissement des performances relatives des actifs en dollars et de diversification des réserves de change d'un certain nombre de banques centrales, notamment asiatiques. Quant aux agents résidents, l'hypothèse la plus plausible est que dans un contexte de forte demande mondiale de titres longs, l'aplatissement tendanciel de la courbe des taux d'intérêt qui en est résulté, notamment dans la zone euro, a pu les inciter à se délester de ces titres et à privilégier la détention d'avoirs monétaires.

# Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006

Direction des Entreprises  
Observatoire des entreprises

*En 2006, sur l'ensemble de l'économie, les moyennes des délais de paiement changent peu par rapport à 2005. La moyenne des délais clients des entreprises s'établit toujours à 56 jours de chiffre d'affaires ; celle des délais fournisseurs représente de l'ordre de 65 jours d'achats. Le solde commercial, appelé aussi solde du crédit interentreprises, reste proche de 15 jours de chiffre d'affaires.*

*De 1990 à 2006, les moyennes des délais de paiement des entreprises baissent. Globalement, la moyenne du solde commercial est plutôt stable, mais son évolution est fonction de la taille des entreprises : hausse pour les plus petites, faible baisse pour les petites PME, allègement pour les entreprises intermédiaires et les grandes entreprises.*

*Suite à la modification de la loi Gayssot en janvier 2006, le secteur des transports connaît en 2006 une forte baisse de ses délais de paiement avec un repli d'environ 8 jours de chiffre d'affaires sur la moyenne des délais clients.*

*La part des créances clients dans l'actif du bilan des entreprises industrielles est plus élevée dans les pays les plus au sud de l'Europe : Italie, France, Espagne et Portugal que dans les pays du nord : Autriche, Belgique, Allemagne. Sur longue période, cette part diminue. Le plus souvent, c'est dans le secteur du commerce que les créances comme les dettes commerciales sont les plus élevées.*

Mots-clés : Délais de paiement, délais clients, crédit fournisseurs, crédit interentreprises, solde commercial

Codes JEL : L14, L29

## I | Les délais de paiement évoluent peu en 2006...

En 2006, sur l'ensemble de l'économie, la moyenne des délais clients s'établit à 56,5 jours de chiffre d'affaires ; côté fournisseurs, elle est de 65,2 jours d'achats, soit des niveaux proches de ceux de 2005 (cf. tableau 1). Les délais restent en moyenne toujours plus élevés dans l'industrie que sur l'ensemble de l'économie : 73 jours de chiffre d'affaires pour les délais clients, en légère hausse par rapport à 2005, et 73,3 jours d'achats pour les délais fournisseurs, presque stables. Le solde commercial augmente un peu, pour s'établir à 15,6 jours de chiffre d'affaires sur l'ensemble de l'économie et 25,7 jours dans l'industrie.

**Tableau 1 Délais clients, fournisseurs et solde commercial de l'ensemble de l'économie**

(en moyenne de ratios)

		TPE 0-19 salariés	PME 20-249 salariés	Intermé- diaires 250-499 salariés	Grandes ≥ 500	Toutes tailles
Délais clients	2005	52,0	63,4	68,0	63,9	56,2
	2006	52,4	63,7	67,4	63,7	56,5
Délais fournisseurs	2005	63,6	68,0	73,3	74,2	65,1
	2006	63,5	68,0	72,7	74,1	65,2
Solde commercial	2005	11,4	21,5	22,1	18,3	15,0
	2006	12,2	21,8	21,2	17,5	15,6

Champ : Entreprises de plus de 0,75 million d'euros de chiffre d'affaires – Ensemble des activités marchandes, à l'exception des secteurs EL (Activités financières), EQ (Éducation, santé, action sociale), ER (Administration)

Source : Banque de France – FIBEN (septembre 2007)

**Tableau 2 Délais clients, fournisseurs et solde commercial dans les transports**

(en moyenne de ratios)

		TPE 0-19 salariés	PME 20-249 salariés	Intermé- diaires 250-499 salariés	Grandes ≥ 500	Toutes tailles
Délais clients	2005	66,2	68,9	59,6	56,2	67,3
	2006	58,6	60,5	50,3	56,5	59,3
Délais fournisseurs	2005	54,2	57,1	63,3	65,1	56,0
	2006	49,1	52,5	57,9	65,2	51,2
Solde commercial	2005	29,8	34,6	22,4	15,0	31,9
	2006	26,2	29,2	16,6	15,6	27,4

Champ : Entreprises de plus de 0,75 million d'euros de chiffre d'affaires – Entreprises du secteur des transports

Source : Banque de France – FIBEN (septembre 2007)

... sauf dans le secteur des transports où la baisse est importante

En 2006, la modification la plus notable concerne le secteur des transports, avec un repli d'environ 8 jours de chiffre d'affaires des délais clients. La loi Gayssot modifiée impose, depuis janvier 2006, que les délais de paiement convenus dans ce secteur ne doivent en aucun cas dépasser les 30 jours à compter de la date d'émission de la facture (cf. encadré 2). Le raccourcissement des délais clients est plus important dans les TPE, les PME et les entreprises intermédiaires que dans les grandes entreprises.

## 2 | Les délais de paiement diminuent par rapport à 1990

La moyenne des délais clients de l'ensemble de l'économie a diminué de 64 jours de chiffre d'affaires, en 1990, à 57 jours, en 2006 ; ce recul sur longue période se vérifie dans tous les grands secteurs, à l'exception de l'agriculture. De même, les délais fournisseurs sont passés en moyenne de 74 jours d'achats, en 1990, à 65 jours, en 2006, sur l'ensemble de l'économie, sans, toutefois, que le repli soit général dans tous les secteurs.

Mais ces évolutions sont très différenciées suivant la taille (cf. graphiques 1). Les entreprises intermédiaires et les grandes entreprises ont obtenu de leurs clients d'être réglées nettement plus rapidement alors qu'elles parvenaient à maintenir des délais fournisseurs élevés sur l'ensemble de la période. En revanche, les TPE connaissent une baisse moins forte de leurs délais clients que de leurs délais fournisseurs, conduisant à un besoin de financement plus élevé ; les évolutions des délais de règlement des PME sont proches côté clients et côté fournisseurs, permettant une stabilité de leur solde commercial.

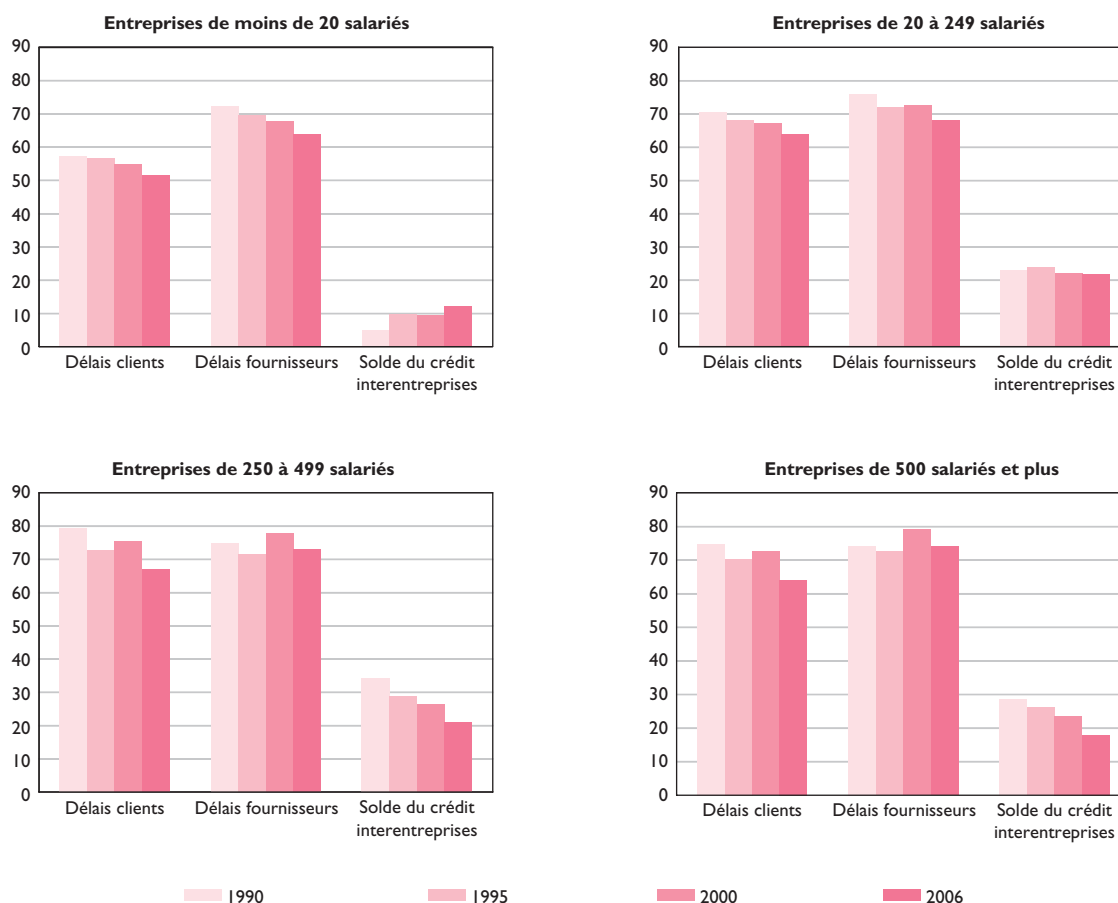
### 2 | I Les entreprises intermédiaires et grandes diminuent plus fortement les besoins de financement dus à leur solde commercial

Ainsi, entre 1990 et 2006, les délais clients comme les délais fournisseurs des entreprises de moins de 20 salariés baissent en moyenne de, respectivement,

**Graphiques I Délais clients, délais fournisseurs et solde commercial**

Entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros

(moyenne de ratios)



Champ : Ensemble des activités marchandes, à l'exception des secteurs EL (Activités financières), EQ (Éducation, santé, action sociale), ER (Administration)

Source : Banque de France – FIBEN

5 jours de chiffre d'affaires et 9 jours d'achats. Leur solde commercial s'accroît de 7 jours de chiffre d'affaires, même s'il reste le plus faible de toutes les tranches de taille.

Pour les PME de 20 à 249 salariés, les délais clients et les délais fournisseurs diminuent de, respectivement, 7 jours de chiffre d'affaires et 8 jours d'achats ; leur solde commercial reste stable.

Pour les sociétés de 250 à 499 salariés, les délais clients reculent fortement (- 12 jours de chiffre d'affaires) grâce notamment à l'existence de services spécialisés de gestion des créances dans ces unités d'une certaine taille. En revanche, les délais de règlement des fournisseurs se tassent (- 2 jours d'achats).

Au total, ces entreprises diminuent largement leur solde commercial : - 13 jours de chiffre d'affaires.

La baisse des délais clients des plus grandes entreprises est la plus forte : - 11 jours de chiffre d'affaires. Les délais de règlement aux fournisseurs sont stables. Au total, les grandes entreprises réduisent considérablement leur solde du crédit interentreprises sur longue période (- 11 jours de chiffre d'affaires) et donc leur besoin de financement.

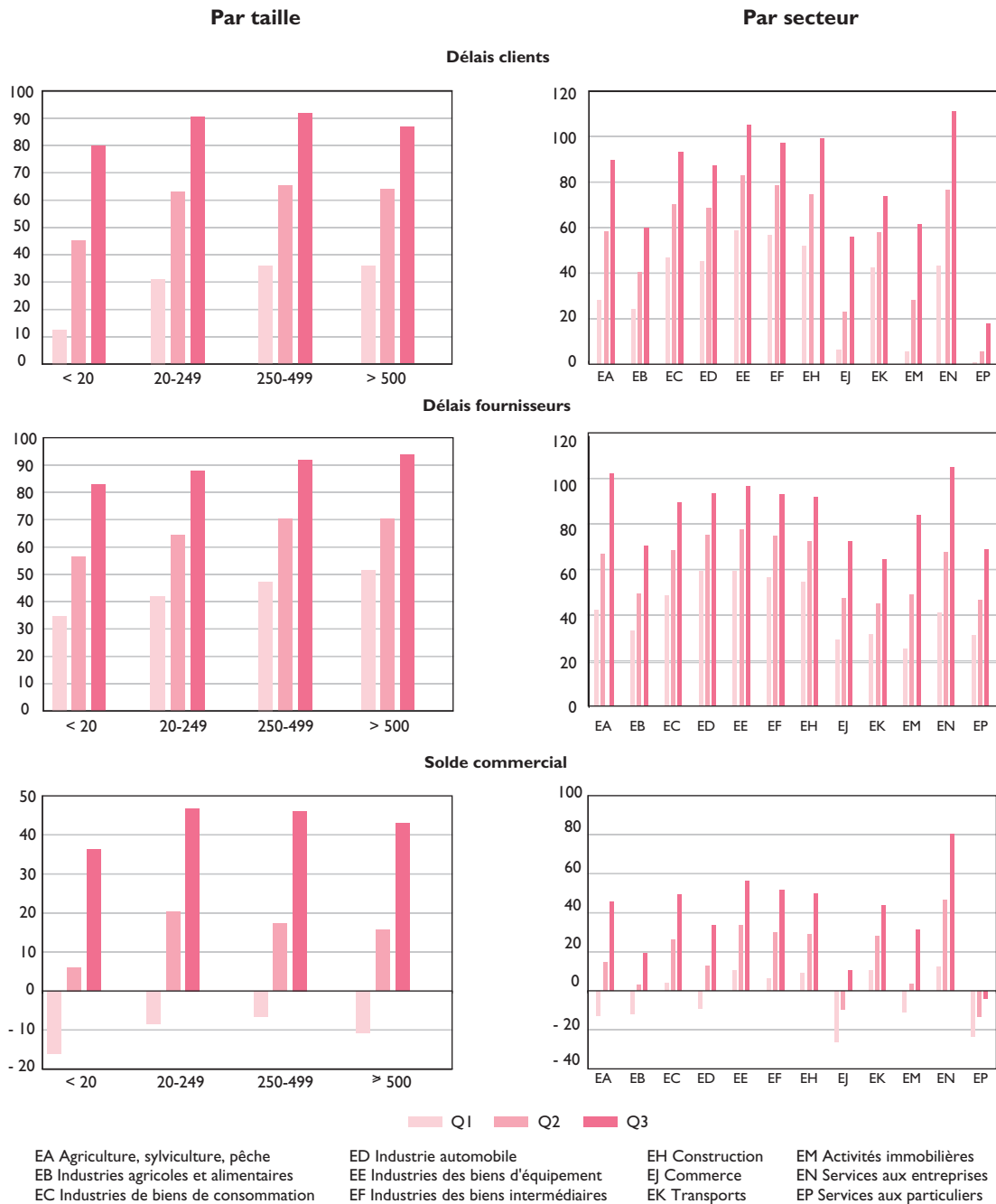
Les entreprises intermédiaires et les grandes entreprises ont ainsi un comportement proche, avec un pouvoir de négociation aussi bien avec leurs clients qu'avec leurs fournisseurs. Ces sociétés ont davantage su ou pu gérer leurs créances clients, tirant parti de l'élargissement

de l'offre de services bancaires (suivi des factures, financement du compte client). Elles ont externalisé une partie de leur production. Leurs achats représentent une part plus importante de leur chiffre d'affaires ce qui

accroît l'influence de l'évolution des délais fournisseurs sur celle du solde commercial. Ce dernier a en moyenne nettement diminué, d'environ 12 jours de chiffre d'affaires, soit près du tiers du niveau initial.

**Graphiques 2 Dispersion des délais clients, fournisseurs et du solde commercial par taille et par secteur en 2006**

Entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros



Champ : Ensemble des activités marchandes, à l'exception des secteurs EL (Activités financières), EQ (Éducation, santé, action sociale), ER (Administration)

Source : Banque de France - FIBEN

## 2 | 2 Pour la moitié des PME, le solde commercial représente une charge de trésorerie de plus de 20 jours de chiffre d'affaires

Certains secteurs sont structurellement fortement prêteurs, comme les biens d'équipement (33 jours de chiffre d'affaires), les biens intermédiaires (28 jours) et surtout les services aux entreprises (51 jours). D'autres activités, au contraire, sont en relation directe avec une clientèle de particuliers ; les délais clients sont faibles, leur solde commercial est alors négatif et elles bénéficient d'une ressource de financement. C'est notamment le cas des services aux particuliers (- 10 jours), du sous-secteur « commerce et réparation automobile » et, surtout, du commerce de détail (- 29 jours) qui comprend les entreprises de la grande distribution.

Du fait d'un grand nombre de petites entreprises du commerce et des services aux particuliers, en relation directe avec les particuliers, les délais clients des sociétés de moins de vingt salariés sont plus dispersés que ceux des autres tranches de taille (cf. graphiques 2). Ainsi, un quart de ces entreprises ont des délais inférieurs à 13 jours de chiffre d'affaires. À l'autre extrémité, un quart des sociétés de moins de 20 personnes subissent des délais supérieurs à 80 jours de chiffre d'affaires. Pour trois-quarts des entreprises de plus de 20 salariés, les délais clients sont plus longs et représentent plus d'un mois de chiffre d'affaires. Ils dépassent même le seuil de 90 jours de chiffre d'affaires pour un quart des PME et des entreprises intermédiaires.

Côté délais fournisseurs, le niveau du premier quartile est nettement plus élevé, quelle que soit la tranche de taille (au-delà d'un mois d'achats) et il augmente avec celle-ci.

Certaines entreprises bénéficient du crédit commercial et obtiennent ainsi une ressource de financement non négligeable. À l'autre extrême, pour un quart des sociétés, la charge de trésorerie née du crédit interentreprises représente plus de 40 jours de chiffre d'affaires. Ces écarts se retrouvent quelle que soit la tranche de taille. Ainsi, la moitié des PME de 20 à 249 salariés ont une charge de trésorerie due au solde commercial de plus de 20 jours de chiffre d'affaires.

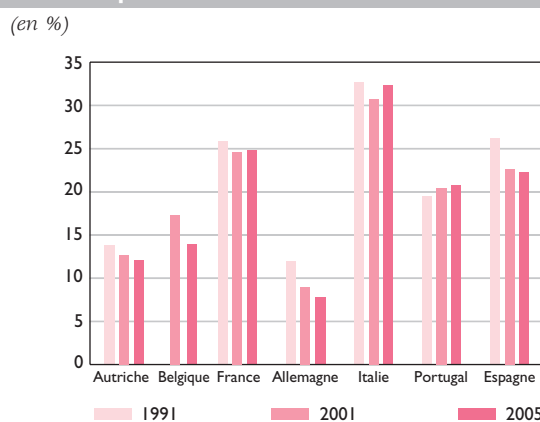
## 3 | En Italie et en France, un poids des créances commerciales important

Rapporté au total du bilan, le poids des créances commerciales des entreprises industrielles varie de 8 à 33 % entre les différents pays européens (cf. encadré 3). La part des créances commerciales atteint plus de 25 % de l'actif des bilans en France et dépasse les 30 % en Italie, alors que l'Allemagne, avec moins de 10 %, la Belgique et l'Autriche font partie des pays où ce poids est le plus faible.

### 3 | 1 Le poids des créances commerciales des entreprises industrielles baisse entre 1991 et 2005

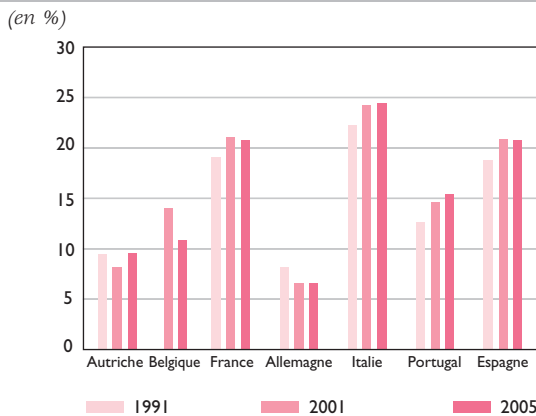
Sur la période 1991-2005, le poids des créances commerciales dans le total du bilan baisse dans tous les pays étudiés, sauf le Portugal. Le tassement est le plus important en Allemagne alors que ce pays avait déjà le niveau le plus bas en début de période. La baisse est au contraire faible pour la France et l'Italie qui avaient en 1991 des délais parmi les plus élevés. Quinze ans après, les écarts entre pays se sont ainsi creusés et un groupe de pays du sud (France, Italie, Portugal et Espagne) se distingue par des niveaux plus élevés.

Graphique 3 Poids des créances commerciales des entreprises industrielles dans leur total de bilan



Champ : Industrie manufacturière  
Source : Base BACH

**Graphique 4 Poids des dettes commerciales des entreprises industrielles dans leur total de bilan**



Champ : Industrie manufacturière  
Source : Base BACH

Pour la France, le recul est peu important par rapport à l'évolution des créances rapportées au chiffre d'affaires. Ce décalage entre les deux approches est le reflet d'évolutions plus prononcées du chiffre d'affaires que du total du bilan sur longue période.

### 3 | 2 Le poids des dettes commerciales des entreprises industrielles est plutôt en hausse, sauf en Allemagne

Le poids des dettes commerciales dans le total des bilans a tendance à augmenter pour les entreprises de l'industrie dans presque tous les pays, à l'exception de l'Allemagne. C'est notamment vrai pour la France sur la période 1991-2005, alors que l'approche délais fournisseurs exprimés en jours d'achats faisait ressortir une baisse. Là encore, il faut se souvenir que le poste achats et le total du bilan n'évoluent pas de manière parallèle.

Du côté des dettes commerciales, l'évolution n'est toutefois pas linéaire : les niveaux observés pour une année intermédiaire comme 2001 étaient supérieurs à ceux de 2005 en France, en Belgique et en Espagne. En fin de période, le clivage constaté précédemment entre deux groupes de pays se retrouve de façon encore plus marquée.

### 3 | 3 Les plus grandes sociétés industrielles ont, dans tous les pays, un poids des créances et des dettes commerciales plus faible

En niveau, sur la période 1991-2005, les plus grandes sociétés industrielles, qu'elles soient allemandes, françaises ou italiennes, ont des poids de créances et dettes commerciales toujours inférieurs à ceux des TPE et des PME. Celles-ci ont des niveaux proches, qui tendent même à converger en fin de période, en Allemagne et en Italie pour les créances commerciales, en France et en Italie pour les dettes commerciales.

C'est en Allemagne que les écarts selon la taille sont et restent les plus marqués. Du côté de l'actif, en 2005, les créances des grandes entreprises y représentent moins de 10 % du total de bilan, contre 25 % en France et 35 % en Italie. Pour les TPE, ces poids sont de l'ordre de, respectivement, 20 %, 30 % et 35 %. Côté passif, le poids des dettes commerciales dans le total du bilan est, pour les grandes entreprises, d'environ 6 % en Allemagne, contre 20 % en France et 24 % en Italie. Pour les TPE, il est de l'ordre, respectivement, de 11 %, 23 % et 25 %. L'écart selon la taille s'établit ainsi à 5 % en Allemagne, contre seulement 3 % en France et 1 % en Italie.

### 3 | 4 Le commerce est le secteur où les dettes commerciales sont souvent plus élevées

Du côté des créances commerciales, en Allemagne, seul le commerce se signale par un poids élevé des créances commerciales (23 % en 2005) ; dans les autres secteurs, la part varie entre 13 % pour le secteur de la construction et 4 % pour le secteur de l'immobilier, de la location et des services aux entreprises.

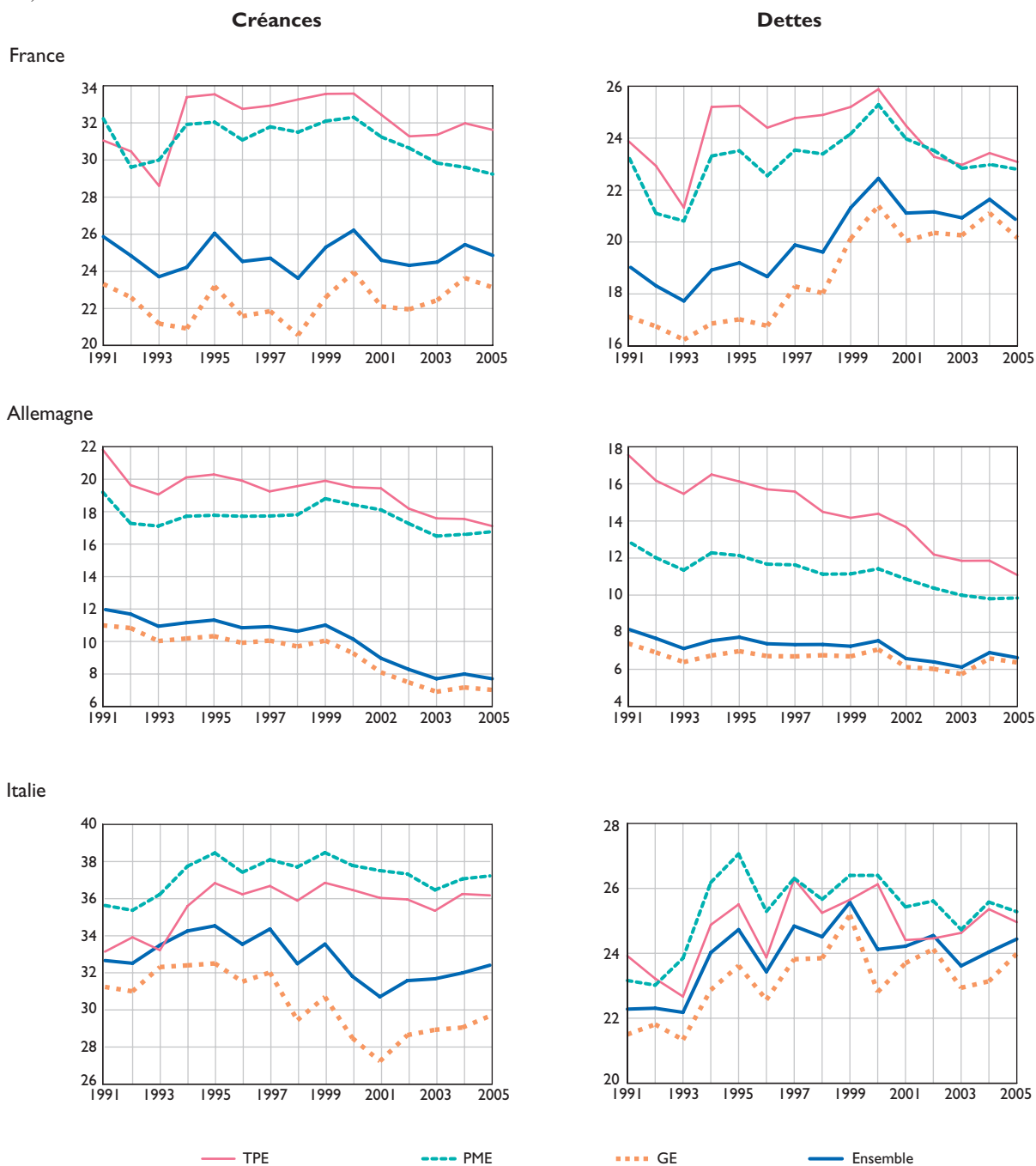
En France, le secteur de la construction se distingue, avec 35 % du total du bilan en 2005, après plus de 40 % en 2000, suivi du secteur « commerce et réparation automobile » et de l'industrie. En Italie, les créances commerciales de l'immobilier approchent les 45 % du total du bilan, alors que les poids des créances commerciales dans l'industrie et le commerce sont proches, autour de 35 %.

Dans les trois pays, la part des dettes commerciales dans le total des bilans des entreprises du secteur du commerce

est très importante. En Italie, l'écart est cependant moindre entre les activités de commerce et les autres secteurs.

**Graphiques 5 Poids des créances et des dettes commerciales des entreprises industrielles dans leur total de bilan, selon la taille des entreprises**

(en %)



Champ : Industrie manufacturière

Source : Base BACH



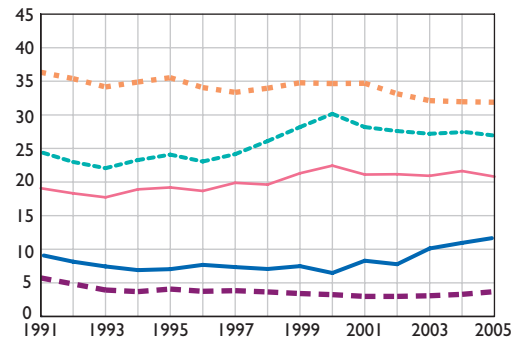
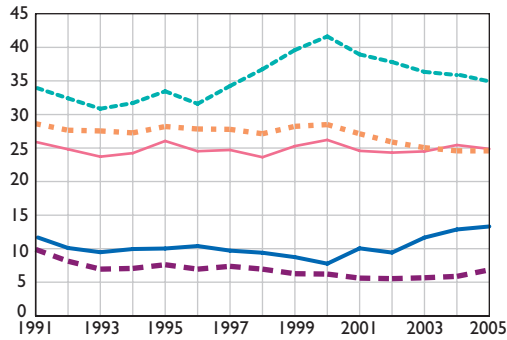
**Graphiques 6 Poids des créances et des dettes commerciales des entreprises industrielles dans leur total de bilan, selon le secteur**

(en %)

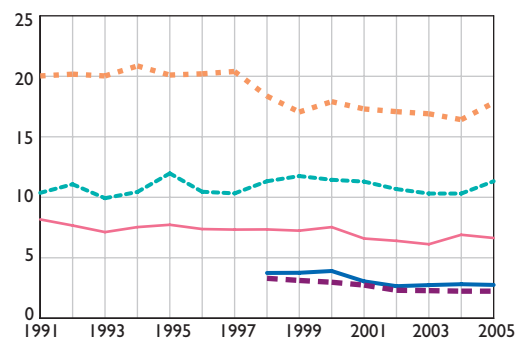
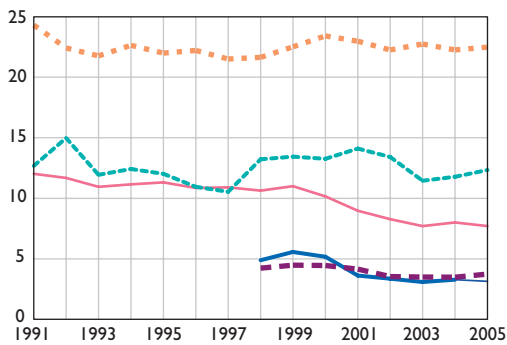
**Créances**

**Dettes**

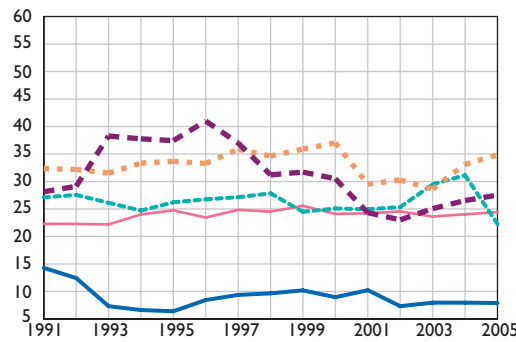
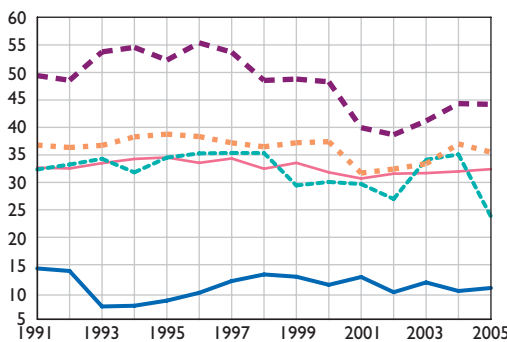
France



Allemagne



Italie



— D-Industries manufacturières      - - - F-Construction      - - - G-Commerce et réparation automobile  
— I-Transports et communications      - - - K-Immobilier, location et services aux entreprises

Champ : Industrie manufacturière

Source : Base BACH

## ENCADRÉ I

**Sources, définitions et méthodologie**

L'Observatoire des entreprises de la Banque de France analyse depuis quinze ans l'évolution des délais de paiement et du solde commercial à partir de la base FIBEN (Fichier Bancaire des Entreprises), base de données créée et gérée par la Banque de France. Elle compte environ 220 000 bilans annuels des entreprises de plus de 0,75 million de chiffre d'affaires.

**Champ de l'étude**

En 2006, la base d'études comprend 160 000 bilans, vérifiant certains contrôles de cohérence (durée d'activité de 12 mois, chiffre d'affaires, valeur ajoutée et dettes fournisseurs non nuls). La population est ensuite restreinte aux entreprises pour lesquelles le délai client, le délai fournisseur et la productivité du travail sont compris entre  $[Q1 - 3*EIQ, Q3 + 3*EIQ]$  de la distribution.

Les données comptables permettent de mesurer les délais apparents de paiement en fin d'exercice, mais non l'existence d'éventuels retards par rapport aux règlements décidés contractuellement lors des transactions commerciales. Ne sont pas inclus les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients. Ces postes sont de faible montant dans la plupart des secteurs ; cependant, pour les avances clients, ils jouent un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le secteur des biens d'équipement ou du bâtiment. Les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent comme clients et fournisseurs, non seulement des entreprises, mais également l'État, les collectivités locales, les ménages et les non-résidents.

**Critère de taille**

Les entreprises sont réparties en très petites entreprises (TPE) de moins de 20 salariés, en PME de 20 à 249 salariés, en entreprises de taille intermédiaire de 250 à 499 salariés et en grandes entreprises (GE) de plus de 500 salariés. Du fait du seuil minimum de chiffre d'affaires (0,75 million) dans la base FIBEN, les TPE comprennent peu de micro-entreprises.

**Définitions**

- le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;
- le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;
- le solde commercial, appelé aussi solde du crédit interentreprises, correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. C'est la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.

**Les indicateurs statistiques**

Les délais de paiement et le solde commercial peuvent être appréhendés de plusieurs façons.

**La moyenne de ratios individuels, ou moyenne non pondérée**

Cette approche microéconomique donne à chaque entreprise, quelle que soit sa taille, le même poids. Elle prend en compte l'hétérogénéité des observations individuelles. Calculé sur l'ensemble de la population, cet indicateur retrace essentiellement le comportement des petites entreprises, beaucoup plus nombreuses.

**Les ratios moyens**

Le ratio moyen rapporte la somme des numérateurs à celle des dénominateurs. C'est une moyenne pondérée des ratios individuels. Cette approche macroéconomique accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète plus particulièrement le comportement des grandes.

**Les quartiles**

- La médiane correspond à la valeur qui partage en deux parts égales la population. 50 % des entreprises ont un ratio inférieur et 50 % un ratio supérieur.
- Les 1er et 3e quartiles correspondent à la valeur qui partage en deux parts inégales la population. Q1 : [25 %, 75 %] de la population et Q3 : [75 %, 25 %] de la population.
- L'écart interquartile (EIQ) est égal à la différence entre le troisième et le premier quartile. C'est un indicateur de dispersion.

## ENCADRÉ 2

**Réglementations et accord récents sur les délais de paiement****La loi de Nouvelles Régulations économiques**

La loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) est la transposition de la directive européenne 2000/35 du 29 juin 2000 du Parlement et du Conseil relative aux retards de paiement dans les transactions commerciales. Ses dispositions ont été intégrées dans le Code de commerce. La NRE dispose que :

- la facture doit mentionner la date à laquelle le règlement doit intervenir et préciser les conditions d'escompte applicables en cas de paiement à une date antérieure à celle résultant de l'application des conditions générales de vente (CGV) ainsi que le taux des pénalités exigibles le jour suivant la date de règlement inscrite sur la facture ;
- sauf dispositions contraires figurant aux CGV, le délai de règlement des sommes dues est fixé au trentième jour suivant la date de réception des marchandises ou d'exécution de la prestation demandée ;
- les conditions de règlement doivent obligatoirement préciser les conditions d'application et le taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles le jour suivant la date de règlement figurant sur la facture ;
- les pénalités de retard sont exigibles sans qu'un rappel soit nécessaire.

Ce délai ne s'impose toutefois pas aux entreprises qui peuvent choisir un délai différent en le prévoyant dans les contrats ou dans leurs conditions générales de vente. Tout en fournissant une référence chiffrée pour les délais de règlement, le principe demeure donc celui de la liberté contractuelle pour fixer ces délais.

**La loi Gayssot modifiée dans le domaine des transports**

La loi n° 2006-10 du 5 janvier 2006 introduit dans l'article L 441-6 du Code de commerce un nouvel alinéa en vertu duquel les délais de paiement convenus ne peuvent en aucun cas dépasser 30 jours à compter de la date d'émission de la facture. Les conditions générales de vente (CGV) doivent préciser les conditions d'application et les taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles le jour suivant la date de règlement de la facture. Tous les acteurs du secteur des transports sont concernés sauf le monde ferroviaire et les prestations de logistique.

Le législateur a voulu renforcer la responsabilité des deux parties contractantes. Si le client (le chargeur le plus souvent) paie la facture au-delà de la date d'échéance indiquée sur la facture, le fait de ne pas agir rend le transporteur coresponsable de cette irrégularité. Cette loi a donc aussi pour objectif de fournir un cadre contraignant qui est apparu seul à même d'obtenir des progrès rapides dans les pratiques de paiement du secteur des transports.

**L'accord dans la filière automobile**

En début d'année 2007, les fédérations de la mécanique (FIM), des équipementiers (FIEV) et des constructeurs automobiles (CCFA) sont parvenues à un accord sur la réduction des délais de paiement. Depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2007, pour toutes les entreprises de la filière, les délais de paiement ont été ramenés à 90 jours nets au plus, ce qui correspond à une réduction de 15 jours en moyenne. Par ailleurs, les donneurs d'ordres de la filière réalisant plus de 300 millions d'euros de chiffre d'affaires accorderont une réduction supplémentaire de 30 jours aux fournisseurs réalisant moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires, en deux étapes (15 jours le 1<sup>er</sup> septembre 2007 et 15 jours le 1<sup>er</sup> septembre 2008).

Afin de donner la plus grande sécurité juridique à cet accord, le ministre de l'économie a saisi le Conseil de la concurrence afin de pouvoir prendre un décret d'exemption, au titre de l'article L.420-4 du Code de commerce, ce dispositif permettant de reconnaître que cet accord interprofessionnel n'est pas illicite au regard des dispositions sur le droit des ententes (article L. 420-1 du Code de commerce). Dans son avis du 9 novembre 2007, le Conseil de la concurrence a émis un avis favorable sur le projet de décret.

## ENCADRÉ 3

### Les comparaisons internationales à partir de comptes annuels d'entreprises non financières de la base BACH

Les données retenues pour les comparaisons internationales sont issues de BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized), base de données gérée et hébergée sur son site internet par la direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission européenne. Elle contient des informations agrégées et harmonisées sur les comptes annuels des entreprises non financières, et couvre onze pays européens, le Japon et les États-Unis. Cette base a été développée en coopération avec le Comité européen des centrales de bilans créé en 1987 à l'initiative de la Banque de France, de la Banque nationale de Belgique et de la Centrale dei Bilanci italienne.

Depuis 2003, cette base fournit des séries longues suivant la segmentation sectorielle conforme à la Nomenclature NACE rev1. C : Industries extractives, D : Industries manufacturières, E : Production d'électricité, de gaz et d'eau, F : Construction, G : Commerce et réparation automobile, I : Transports et communications, K : Immobilier, location et services aux entreprises, P : Activités des ménages.

#### Champ de l'étude

Pour tenir compte de la disponibilité des données sur longue période (1991-2005), l'étude porte sur sept pays européens : Allemagne, Autriche, Belgique (depuis 1994), Espagne, France, Italie et Portugal. Pour la France, bien que les données d'origine soient aussi issues de la Base FIBEN (cf. encadré 1), les résultats peuvent différer du fait des choix d'harmonisation opérés pour constituer la base BACH tant sur les critères de sélection des échantillons que sur la définition des variables, notamment sur les délais clients et fournisseurs.

#### Critère de taille

- TPE : petites entreprises avec un CA inférieur à 10 millions d'euros,
- PME : entreprises moyennes avec un CA compris entre 10 et 50 millions d'euros,
- GE : grandes entreprises avec un CA supérieur à 50 millions d'euros.

#### Définitions

Dans le schéma comptable de la base BACH, les postes les plus proches des notions de délais clients et fournisseurs sont exprimés en pourcentage du total de l'actif net « AE ».

- Créances résultant de ventes et de services = « BX – BY » = clients et comptes rattachés.
- Dettes sur achats et prestations de services = « DX » = Dettes fournisseurs et comptes rattachés

## Bibliographie

**Bardes (B.) et Martin (C.) (2006)**

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1996 à 2005 en nomenclature NAF », Banque de France, collection Entreprises, Observatoire des entreprises, 832-0601

**Direction des entreprises (2006)**

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 », Bulletin de la Banque de France, n° 156, décembre, p. 19-27, [http://www.banque-de-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu156\\_1.pdf](http://www.banque-de-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu156_1.pdf)

**Direction des entreprises (2007)**

« Les délais de paiement des TPE et des PME 1990-2006 », contribution au rapport OSEO

**Observatoire des délais de paiement (2006)**

Rapport du groupe présidé par J-P. Bethèze, décembre, [http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/catalogue/rapp06\\_observ\\_paiement.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/catalogue/rapp06_observ_paiement.pdf)

**Observatoire des délais de paiement (2007)**

Rapport du groupe présidé par J-P. Bethèze, décembre, [http://www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers\\_de\\_presse/delais\\_paiement071218/som\\_delais\\_paiement.php](http://www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers_de_presse/delais_paiement071218/som_delais_paiement.php)

**Salini (P.), NETR, Comité National Routier (2006)**

« Étude sur les délais de paiement – Rapport final : analyse de l'application du nouveau dispositif concernant les délais de paiement dans le secteur des transports routiers de marchandises »

# Le coût du crédit aux entreprises (enquête trimestrielle portant sur octobre 2007)

---

**Direction des Études et Statistiques monétaires**  
Service des Analyses et Statistiques monétaires

*La remontée des taux, engagée depuis la fin 2005, s'est poursuivie entre juillet et octobre 2007 pour la plupart des crédits aux entreprises suivis dans l'enquête. La hausse des conditions débitrices a été toutefois généralement moins importante qu'au trimestre précédent. En outre, elle a été en moyenne moins marquée pour l'escompte et les découverts — deux catégories dont les taux de certaines tranches ont même enregistré de légères baisses — que pour les autres crédits à court terme et les crédits à moyen et long termes.*

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

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

L'augmentation du coût du crédit aux entreprises observée depuis la fin de l'année 2005 s'est poursuivie entre juillet et octobre 2007 pour la plupart des rubriques suivies dans l'enquête. Les hausses ont été toutefois généralement moins importantes qu'au trimestre précédent.

Le coût moyen de l'escompte a augmenté, toutes tranches confondues, de 5 points de base par rapport à juillet 2007. La hausse a concerné les tranches de montants intermédiaires (3, 4 et 5) alors que les tranches extrêmes ont vu leurs taux baisser (- 15 points de base pour la tranche 1, - 3 points de base pour la tranche 2 et - 6 points de base pour la tranche 6). Sur un an, la hausse du taux moyen atteint 101 points de base. Les plus fortes augmentations (105 points de base) ont été enregistrées pour les tranches intermédiaires 2 et 3.

Le taux moyen des découverts n'a pas varié entre juillet et octobre 2007. Cette stabilité d'ensemble recouvre toutefois des évolutions contrastées selon les tranches : la baisse de 7 points de base relevée pour la tranche des montants les plus élevés (supérieurs à 1 524 490 euros) a neutralisé, compte tenu de sa forte pondération, les hausses observées sur les autres

tranches. Par rapport à octobre 2006, la hausse du taux moyen des découverts atteint 61 points de base. Si la plus faible tranche de montants (crédits inférieurs ou égaux à 15 245 euros) affiche encore des conditions en baisse sur un an (- 22 points de base), les taux des autres tranches enregistrent des augmentations comprises entre + 43 et + 94 points de base.

Le taux moyen des autres crédits à court terme a augmenté de 22 points de base par rapport à juillet 2007. La hausse a été plus marquée pour les tranches 1 et 2 (de respectivement + 32 et + 39 points de base). Pour les autres tranches, l'augmentation varie de + 15 points de base (tranche 3) à + 23 points de base (tranches 4,5 et 6). L'écart de taux entre les crédits de montants les plus faibles et ceux de montants plus élevés s'est donc accru ce trimestre. Sur un an, la hausse du taux moyen de cette catégorie de crédits atteint 106 points de base.

Le taux moyen des crédits à moyen et long termes a augmenté de 13 points de base par rapport à juillet 2007. Contrairement à ce qui avait été observé lors de la précédente enquête, les taux des tranches extrêmes (1 et 6) ont moins augmenté que ceux des tranches intermédiaires. Par rapport à octobre 2006, la hausse du taux moyen des crédits à moyen et long termes ressort à 77 points de base. La progression annuelle la plus forte (+ 80 points de base) concerne la tranche de montants la plus élevée, dont le taux demeure supérieur à celui des autres tranches, comme observé lors des trois précédentes enquêtes.

### Méthodologie de l'enquête

L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit aux entreprises est réalisée auprès d'un échantillon de guichets et de sièges d'établissements bancaires ayant leur activité en métropole. L'enquête menée au quatrième trimestre de 2007 exploite 32 785 déclarations relatives aux crédits consentis au mois d'octobre.

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

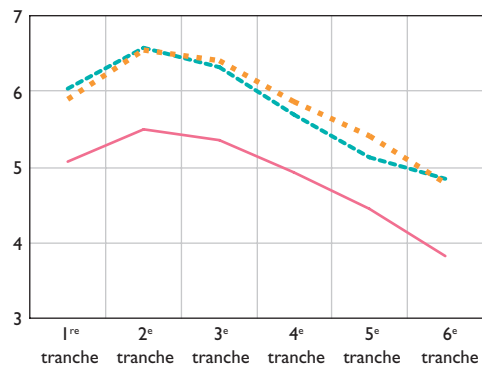
On entend par crédits nouveaux l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit, ainsi que toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne porte qu'une partie d'un crédit, son concours est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

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

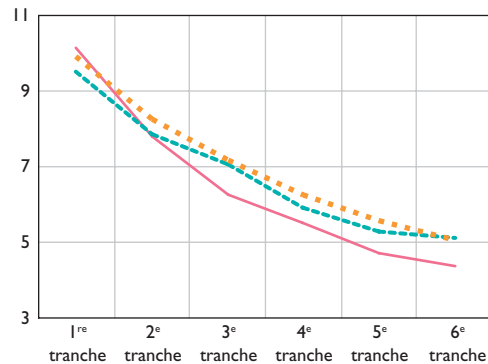
Taux observés lors des enquêtes

(en %)

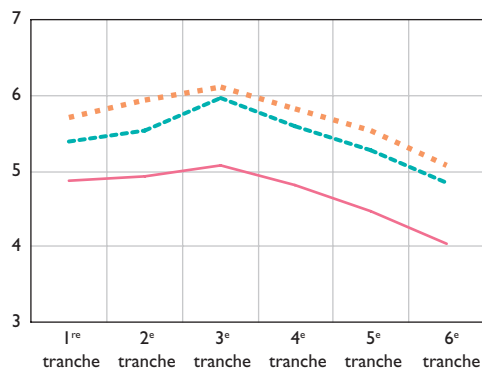
Escompte



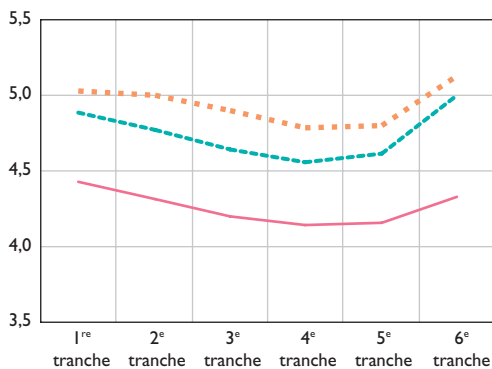
Découvert



Autres crédits à court terme



Crédits à moyen et long termes



— 4<sup>e</sup> trimestre 2006

- - - 3<sup>e</sup> trimestre 2007

... 4<sup>e</sup> trimestre 2007

1<sup>re</sup> tranche : ≤ 15 245 euros

2<sup>e</sup> tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros

3<sup>e</sup> tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros

4<sup>e</sup> tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros

5<sup>e</sup> tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros

6<sup>e</sup> tranche : > 1 524 490 euros



## Taux moyens débiteurs en fonction de la nature et des tranches de montants

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédits	Montant du crédit						Taux moyen
	Tranche 1 ≤ 15 245	Tranche 2 > 15 245 et ≤ 45 735	Tranche 3 > 45 735 et ≤ 76 225	Tranche 4 > 76 225 et ≤ 304 898	Tranche 5 > 304 898 et ≤ 1 524 490	Tranche 6 > 1 524 490	
<b>Escompte</b>							
2006 Quatrième trimestre	5,07	5,49	5,35	4,94	4,46	3,82	4,34
2007 Premier trimestre	5,39	5,93	5,63	5,20	4,72	(4,18)	4,66
Deuxième trimestre	5,85	6,20	5,88	5,43	4,97	(4,63)	5,03
Troisième trimestre	6,03	6,57	6,31	5,71	5,14	4,85	5,30
<b>2007 Quatrième trimestre</b>	<b>5,88</b>	<b>6,54</b>	<b>6,40</b>	<b>5,85</b>	<b>5,42</b>	<b>4,79</b>	<b>5,35</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,15	- 0,03	0,09	0,14	0,28	- 0,06	0,05
Écart-type	0,86	1,20	1,08	0,74	0,64	0,46	–
1 <sup>er</sup> décile	4,85	5,04	5,24	5,05	4,65	4,33	–
9 <sup>e</sup> décile	7,11	8,30	8,10	6,91	6,16	5,41	–
<b>Découvert</b>							
2006 Quatrième trimestre	10,12	7,81	6,25	5,49	4,71	4,36	4,68
2007 Premier trimestre	10,15	7,98	6,58	5,75	5,15	4,42	4,72
Deuxième trimestre	9,29	7,63	6,52	5,73	5,09	4,96	5,15
Troisième trimestre	9,53	7,85	7,04	5,93	5,31	5,10	5,29
<b>2007 Quatrième trimestre</b>	<b>9,90</b>	<b>8,24</b>	<b>7,19</b>	<b>6,23</b>	<b>5,56</b>	<b>5,03</b>	<b>5,29</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,37	0,39	0,15	0,30	0,25	- 0,07	0,00
Écart-type	2,44	1,90	1,80	1,52	1,22	1,05	–
1 <sup>er</sup> décile	6,71	5,87	4,93	4,65	4,02	4,32	–
9 <sup>e</sup> décile	13,61	10,60	9,98	8,19	7,29	6,12	–
<b>Autres crédits à court terme</b>							
2006 Quatrième trimestre	4,86	4,94	5,08	4,80	4,48	4,03	4,07
2007 Premier trimestre	4,97	5,13	5,12	5,07	4,79	4,36	4,42
Deuxième trimestre	5,11	5,20	5,38	5,30	4,95	4,60	4,69
Troisième trimestre	5,38	5,53	5,96	5,58	5,29	4,84	4,91
<b>2007 Quatrième trimestre</b>	<b>5,70</b>	<b>5,92</b>	<b>6,11</b>	<b>5,81</b>	<b>5,52</b>	<b>5,07</b>	<b>5,13</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,32	0,39	0,15	0,23	0,23	0,23	0,22
Écart-type	1,12	1,05	0,92	0,72	0,71	0,61	–
1 <sup>er</sup> décile	4,56	4,70	4,97	4,94	4,61	4,40	–
9 <sup>e</sup> décile	7,28	7,43	7,24	6,88	6,68	5,97	–
<b>Crédits à moyen et long termes</b>							
2006 Quatrième trimestre	4,43	4,32	4,20	4,14	4,15	4,33	4,32
2007 Premier trimestre	4,47	4,40	4,29	4,23	4,26	4,55	4,52
Deuxième trimestre	4,65	4,56	4,43	4,35	4,37	4,73	4,68
Troisième trimestre	4,89	4,77	4,64	4,55	4,61	5,00	4,96
<b>2007 Quatrième trimestre</b>	<b>5,03</b>	<b>5,00</b>	<b>4,90</b>	<b>4,78</b>	<b>4,80</b>	<b>5,13</b>	<b>5,09</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,14	0,23	0,26	0,23	0,19	0,13	0,13
Écart-type	0,54	0,52	0,50	0,45	0,52	0,68	–
1 <sup>er</sup> décile	4,40	4,33	4,25	4,18	4,06	4,30	–
9 <sup>e</sup> décile	5,80	5,71	5,59	5,36	5,50	6,11	–

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

## Situation économique générale

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

## Monnaie, placements et financements

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

## Marchés de capitaux et taux d'intérêt

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

## Autres statistiques

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

## Notice méthodologique

S45

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S53

## Séries chronologiques

S54

### Avertissement

*Les données relatives au marché des titres de créances négociables (figures 32 et 33) sont à nouveau disponibles.*

*Certaines modifications ont été apportées : dans la figure 19 (changement d'intitulé dans un libellé du tableau et dans le premier renvoi.*

*Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 19 décembre.*

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

(données cvs)

	2007						
	avril	mai	juin	juil.	sept.	oct.	nov.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>-6</b>
Biens intermédiaires	7	8	10	14	-8	19	0
Biens d'équipement	16	12	17	13	6	15	1
Industrie automobile	0	-2	-3	2	22	26	-46
Biens de consommation	13	2	15	19	6	28	-4
Industries agricoles et alimentaires	14	9	2	8	2	37	-5
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>9</b>
Biens intermédiaires	8	15	5	-6	19	14	9
Biens d'équipement	9	22	13	7	19	15	8
Industrie automobile	-11	6	-10	-40	24	15	24
Biens de consommation	8	13	11	0	6	2	2
Industries agricoles et alimentaires	11	15	15	10	16	12	15
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>0</b>
Étrangères	12	11	12	13	5	23	5
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>26</b>
Biens intermédiaires	23	23	25	25	20	22	17
Biens d'équipement	71	68	65	63	65	65	61
Biens de consommation	25	23	21	25	14	12	18
Industries agricoles et alimentaires	22	26	7	13	14	18	17
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Biens intermédiaires	-4	-2	-2	-3	1	6	3
Biens d'équipement	5	7	12	9	9	5	4
Industrie automobile	5	1	8	6	2	-11	-2
Biens de consommation	9	8	9	10	8	11	9
Industries agricoles et alimentaires	-5	-3	-5	-1	4	3	5
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>85,9</b>	<b>85,6</b>	<b>85,8</b>	<b>85,3</b>	<b>85,2</b>	<b>86,1</b>	<b>84,8</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	1	1	-2	0	-2	-1	0
Au cours des prochains mois	-5	-4	-3	-5	0	-2	-1
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>108</b>	<b>105</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

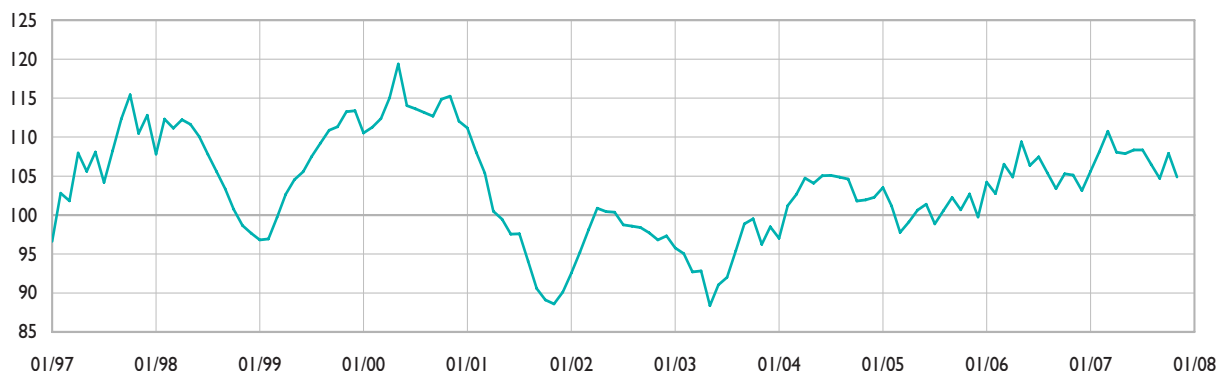
Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

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

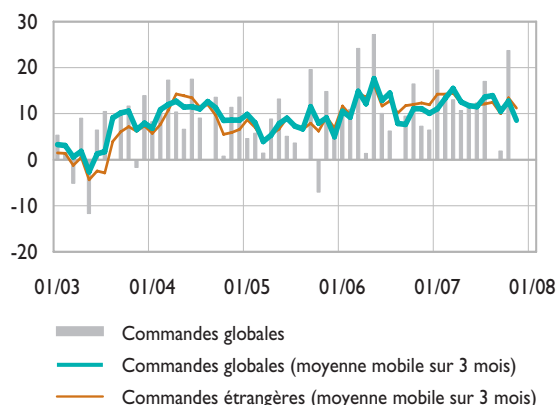
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



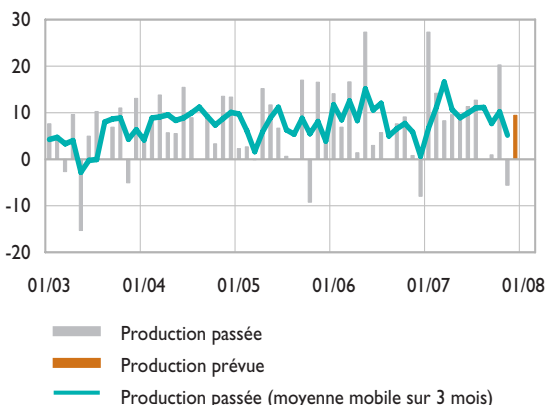
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



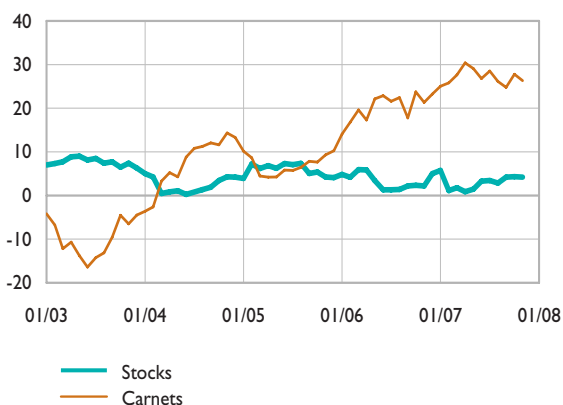
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



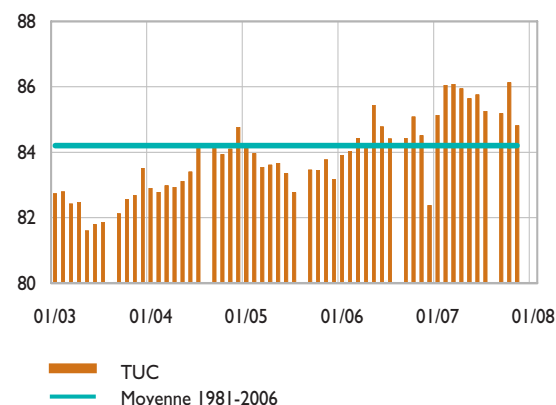
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

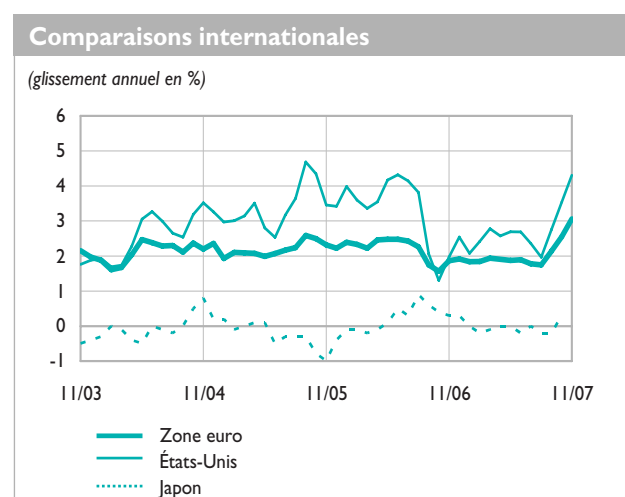
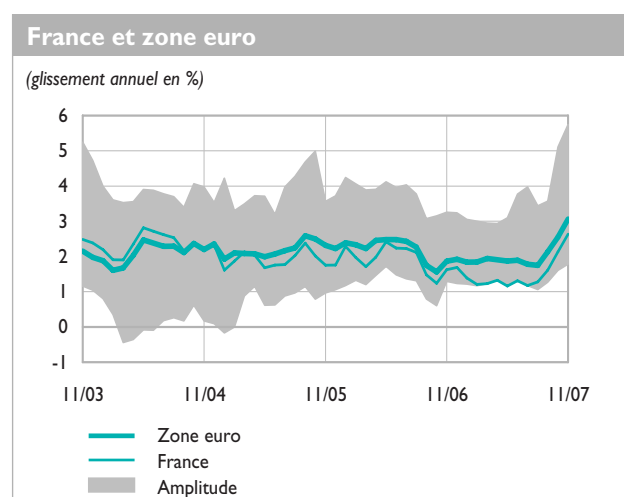
**Figure 3**  
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

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

	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle CVS)					
	2004	2005	2006	2007					
				juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
France	2,3	1,9	1,9	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,7
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,1	0,3	-0,1	0,7	0,2	1,0
Italie	2,3	2,2	2,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,6
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,3	-0,3	0,1	0,1	0,5	nd
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,8
Japon	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,2	nd

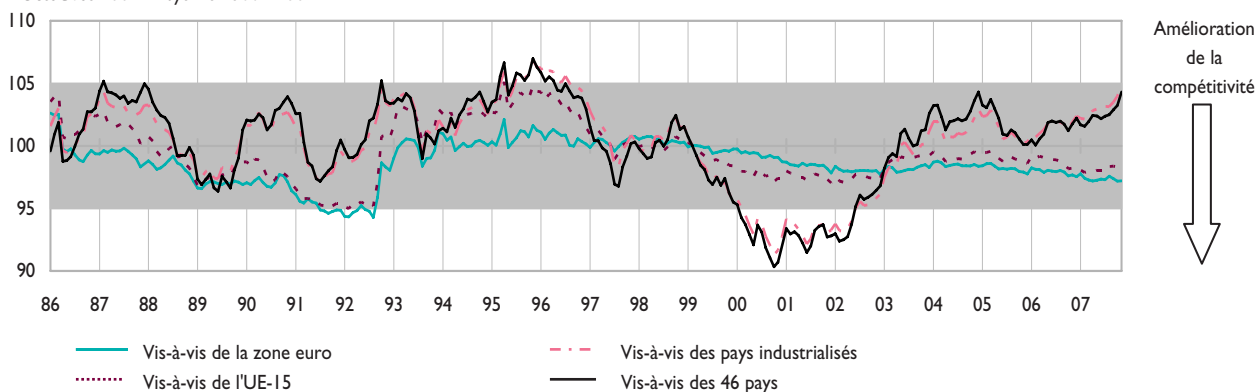


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon  
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

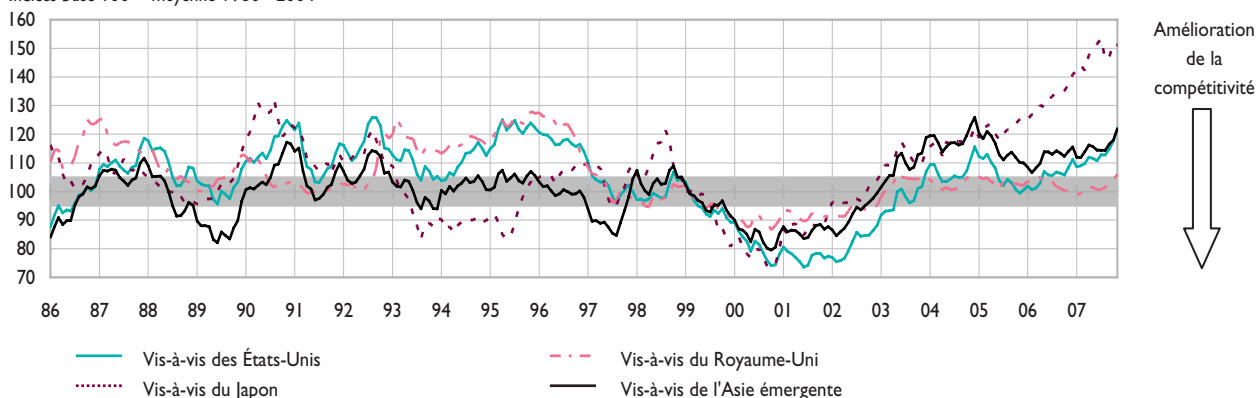
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



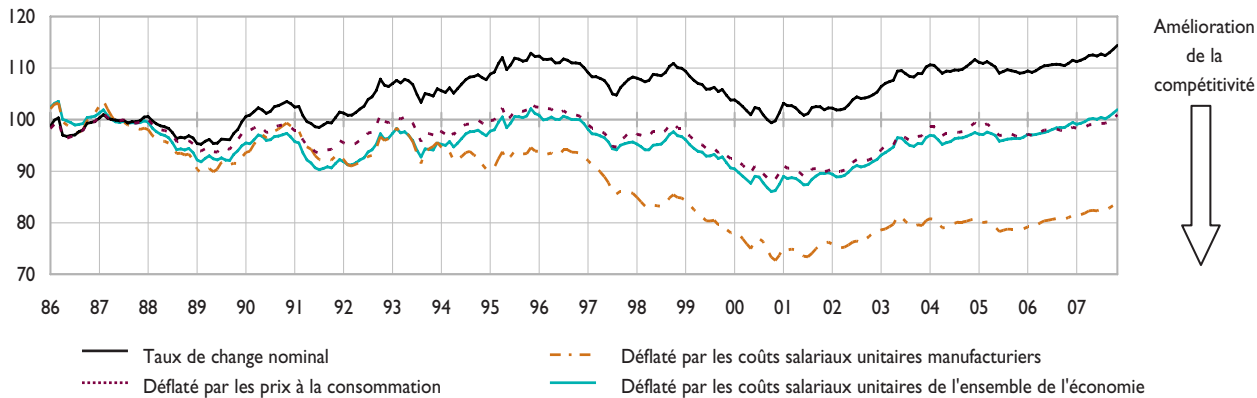
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



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

Indices base 100 = 1987



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

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

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

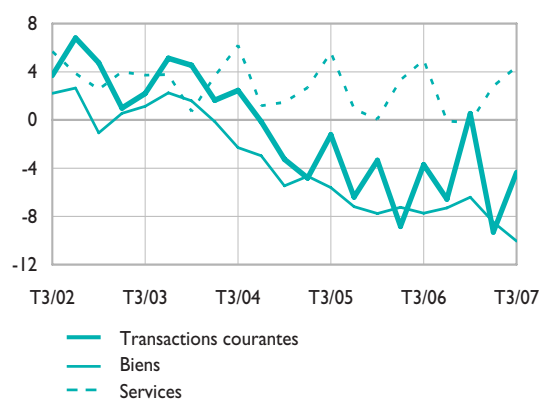
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-15 702</b>	<b>-22 452</b>	<b>-3 714</b>	<b>-6 571</b>	<b>526</b>	<b>-9 306</b>	<b>-4 366</b>
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
<b>Compte de capital</b>	<b>511</b>	<b>-188</b>	<b>182</b>	<b>75</b>	<b>330</b>	<b>1 138</b>	<b>137</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-10 503</b>	<b>63 912</b>	<b>22 879</b>	<b>-27 363</b>	<b>27 389</b>	<b>12 758</b>	<b>32 719</b>
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
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>25 693</b>	<b>-41 274</b>	<b>-19 348</b>	<b>33 858</b>	<b>-28 244</b>	<b>-4 590</b>	<b>-28 490</b>

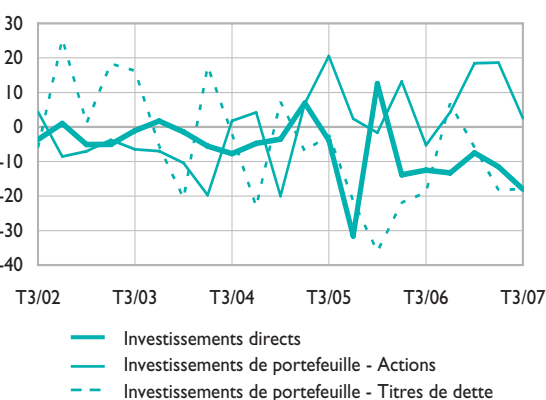
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires



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

(données brutes en millions d'euros)

	2005 (a)	2006 (a)	2006		2007		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-15 702</b>	<b>-22 452</b>	<b>-3 714</b>	<b>-6 571</b>	<b>526</b>	<b>-9 306</b>	<b>-4 366</b>
<b>Biens</b>	<b>-22 950</b>	<b>-30 029</b>	<b>-7 734</b>	<b>-7 298</b>	<b>-6 419</b>	<b>-8 468</b>	<b>-10 046</b>
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
<b>Services</b>	<b>10 644</b>	<b>8 271</b>	<b>4 962</b>	<b>-89</b>	<b>-213</b>	<b>2 799</b>	<b>4 415</b>
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
<b>Revenus</b>	<b>18 716</b>	<b>21 040</b>	<b>6 064</b>	<b>7 828</b>	<b>8 365</b>	<b>2 956</b>	<b>8 447</b>
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
<b>Transferts courants</b>	<b>-22 112</b>	<b>-21 734</b>	<b>-7 006</b>	<b>-7 012</b>	<b>-1 207</b>	<b>-6 593</b>	<b>-7 182</b>
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
<b>Compte de capital</b>	<b>511</b>	<b>-188</b>	<b>182</b>	<b>75</b>	<b>330</b>	<b>1 138</b>	<b>137</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

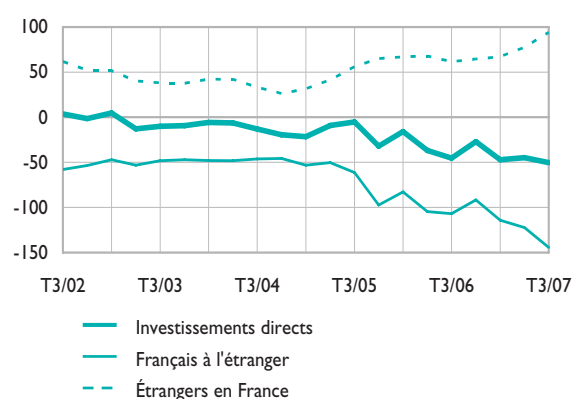
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte financier</b>	<b>-10 503</b>	<b>63 912</b>	<b>22 879</b>	<b>-27 363</b>	<b>27 389</b>	<b>12 758</b>	<b>32 719</b>
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
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	-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
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	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
<i>Instruments du marché monétaire</i>	-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
<i>Instruments du marché monétaire</i>	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
<i>dont IFM hors Banque de France (flux nets)</i>	-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
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>25 693</b>	<b>-41 274</b>	<b>-19 348</b>	<b>33 858</b>	<b>-28 244</b>	<b>-4 590</b>	<b>-28 490</b>

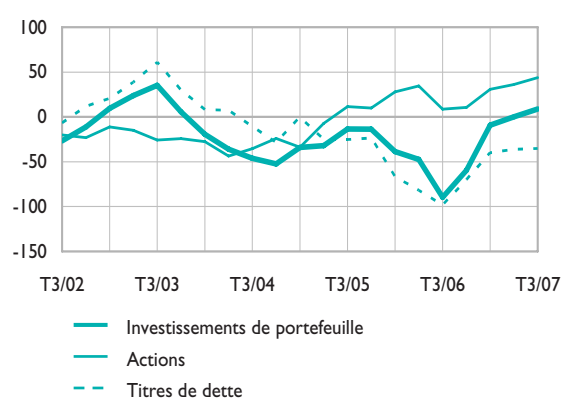
#### Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2ème trimestre 2007					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Recettes	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
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
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 Slovaquie entrée au 1<sup>er</sup> janvier 2007)

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

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

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

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007			Cumul 12 mois	
		oct.	août	sept.	oct.	oct.
	(a)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-2 836</b>	<b>-2 074</b>	<b>-982</b>	<b>-3 096</b>	<b>-23 825</b>	<b>-19 977</b>
Biens	-2 034	-4 059	-3 230	-3 173	-30 117	-33 370
Services	-463	1 597	1 228	-6	8 307	7 369
Revenus	1 906	2 664	3 565	2 451	20 030	28 141
Transferts courants	-2 245	-2 276	-2 545	-2 368	-22 045	-22 117
<b>Compte de capital</b>	<b>-57</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>79</b>	<b>-289</b>	<b>1 816</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-27 659</b>	<b>3 062</b>	<b>18 178</b>	<b>-31 949</b>	<b>41 299</b>	<b>41 213</b>
Investissements directs	-1 258	-3 092	-2 562	-2 563	-43 248	-51 611
Français à l'étranger	-8 960	-7 853	-16 320	-10 581	-110 914	-146 031
Capital social	-3 970	-5 268	-5 381	-3 563	-48 496	-67 539
Bénéfices réinvestis	-1 714	-2 022	-2 022	-2 022	-20 146	-23 648
Autres opérations	-3 276	-563	-8 917	-4 996	-42 272	-54 844
Étrangers en France	7 702	4 761	13 758	8 018	67 666	94 420
Capital social	2 452	71	2 160	1 028	17 918	18 855
Bénéfices réinvestis	963	1 140	1 140	1 140	11 658	13 326
Autres opérations	4 287	3 550	10 458	5 850	38 090	62 239
Investissements de portefeuille	-22 125	-21 616	-397	-886	-110 836	29 999
Avoirs	-48 446	-13 252	4 781	-12 326	-301 728	-135 867
Actions	-10 940	-11 805	-3 024	2 234	-65 375	12 170
Obligations	-29 510	-1 018	-1 818	-7 807	-226 890	-162 073
Instruments du marché monétaire	-7 996	-429	9 623	-6 753	-9 463	14 036
Engagements	26 321	-8 364	-5 178	11 440	190 892	165 866
Actions	1 628	-3 925	-428	2 951	60 061	46 282
Obligations	19 383	-950	-78	5 556	144 123	110 875
Instruments du marché monétaire	5 310	-3 489	-4 672	2 933	-13 292	8 709
Produits financiers dérivés	-806	2 108	-2 574	1 000	3 865	-4 916
Autres investissements	-2 929	26 968	24 241	-28 445	195 969	74 835
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-1 384	4 836	24 404	-33 871	171 616	45 185
Avoirs de réserve	-541	-1 306	-530	-1 055	-4 451	-7 095
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>30 552</b>	<b>-992</b>	<b>-17 203</b>	<b>34 966</b>	<b>-17 186</b>	<b>-23 052</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

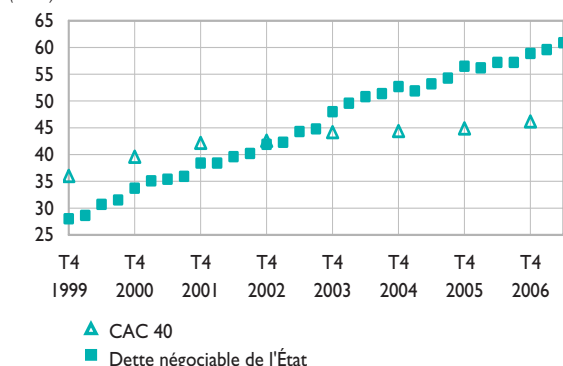
Figure 10  
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
<b>Créances</b>	<b>2 362,1</b>	<b>2 529,0</b>	<b>2 867,1</b>	<b>3 638,7</b>	<b>4 188,5</b>	<b>4 643,1</b>
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	882,7
<i>Capitaux propres</i>	390,2	380,1	418,1	492,7	538,1	574,0
<i>Autres opérations</i>	168,9	193,5	202,6	255,2	282,1	308,7
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	888,6	1 084,4	1 285,1	1 581,9	1 844,4	1 933,4
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	390,5	480,3	562,3	661,6	749,1	809,4
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	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
<i>IFM</i>	516,4	492,0	578,9	840,7	945,6	1 088,5
<i>Non IFM</i>	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
<b>Engagements</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 594,8</b>	<b>-2 961,3</b>	<b>-3 720,3</b>	<b>-4 392,2</b>	<b>-4 904,2</b>
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-641,5
<i>Capitaux propres</i>	-232,3	-267,4	-295,2	-321,1	-350,7	-366,8
<i>Autres opérations</i>	-135,1	-150,4	-176,0	-211,2	-243,7	-274,7
Investissements de portefeuille (titres français détenus par les non-résidents)	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 149,9
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-242,9	-287,6	-325,5	-414,7	-513,8	-551,2
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-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
<i>IFM</i>	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 245,0	-1 439,6
<i>Non IFM</i>	-154,0	-148,1	-153,3	-178,5	-196,5	-204,8
<b>Position nette</b>	<b>47,2</b>	<b>-65,8</b>	<b>-94,2</b>	<b>-81,6</b>	<b>-203,7</b>	<b>-261,1</b>

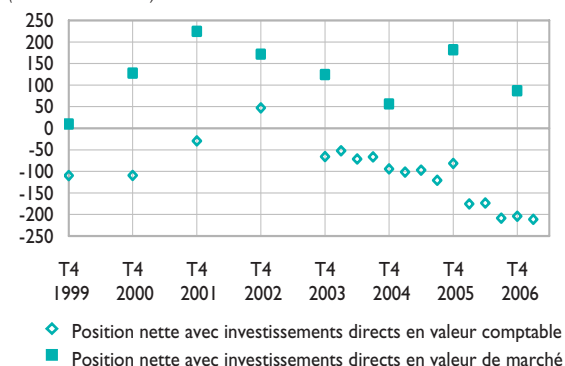
Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



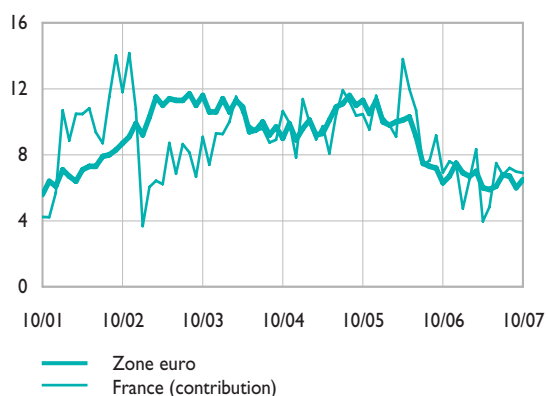
**Figure 11**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2007							
	déc.	déc.	déc.	oct.	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	
<b>M1</b>												
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,5	6,3	6,0	5,9	6,1	6,8	6,7	6,0	6,5	
France (contribution)	7,8	11,6	7,4	6,9	4,0	4,8	7,5	6,8	7,2	7,0	6,9	
<b>M2</b>												
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	8,2	8,8	9,3	9,5	10,4	10,5	10,2	11,2	
France (contribution)	7,1	8,1	8,4	7,4	8,5	9,8	11,1	11,7	11,8	11,8	13,3	
<b>M3</b>												
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,9	8,5	10,3	10,6	11,0	11,7	11,6	11,3	12,3	
France (contribution)	8,2	8,5	10,7	9,6	10,0	12,1	13,2	13,0	12,1	13,0	13,9	
<b>Crédits au secteur privé</b>												
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	11,2	10,4	10,4	10,8	11,0	11,2	11,0	11,2	
France (b)	9,0	9,3	12,7	14,2	12,6	13,1	13,5	14,8	14,9	15,4	14,2	

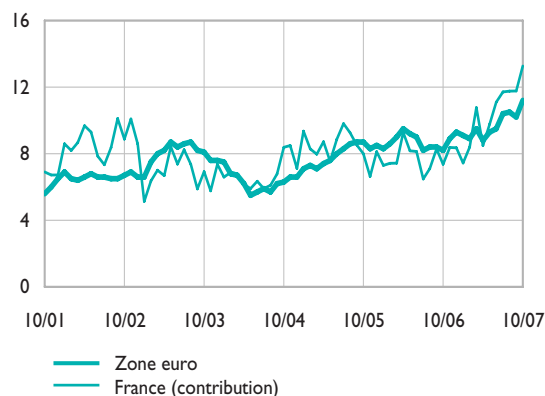
### M1

(taux de croissance annuel en %)



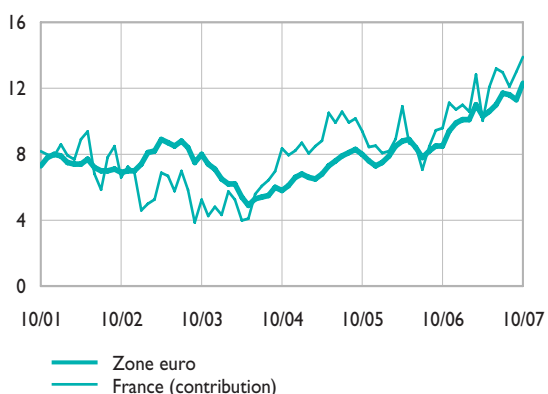
### M2

(taux de croissance annuel en %)



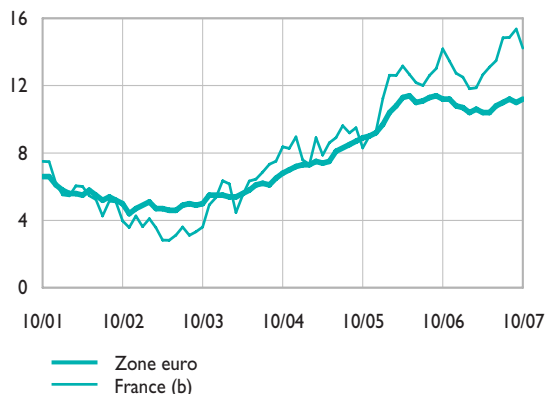
### M3

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 décembre 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.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Actif</b>								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	30,7	63,7	61,3	71,7	72,0
Crédits	17,7	27,4	23,6	22,7	49,1	47,9	58,1	57,4
IFM	17,3	27,1	23,3	22,5	48,9	47,7	57,8	57,2
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	8,0	14,6	13,4	13,6	14,6
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	8,0	14,6	13,4	13,6	14,6
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	21,0	9,1	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	34,6	38,7	40,1	39,6	42,5
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	42,1	41,4	41,8	44,2	46,2
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	99,5	103,1	108,7	127,3	142,8
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>227,9</b>	<b>256,0</b>	<b>261,2</b>	<b>291,9</b>	<b>312,5</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	35,1	38,5	28,0	45,2	45,4
IFM	28,7	28,6	29,8	34,1	37,6	27,2	44,2	44,3
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8	10,9	19,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8	10,9	19,1
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	13,3	20,7	23,6	23,4	13,1
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	179,5	192,0	195,6	212,4	235,0
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	115,9	124,1	123,5	123,6	124,4
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	51,6	51,6
Autres	7,4	16,3	17,9	15,2	19,2	23,4	37,2	58,9
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>227,9</b>	<b>256,0</b>	<b>261,2</b>	<b>291,9</b>	<b>312,5</b>

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

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

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

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 558,8	3 926,4	3 942,8	3 995,0	4 059,1
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 714,9	3 011,4	3 032,2	3 085,6	3 131,8
IFM	1 013,1	996,3	1 062,0	1 050,2	1 187,3	1 201,6	1 223,3	1 264,6
APU	139,5	150,8	155,7	150,8	161,7	163,9	168,7	167,1
Secteur privé	1 263,8	1 376,4	1 527,4	1 513,9	1 662,3	1 666,7	1 693,6	1 700,1
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	501,5	518,6	515,9	516,3	528,5
IFM ≤ 2 ans	162,6	140,0	172,4	180,5	184,3	187,5	193,8	202,9
IFM > 2 ans	53,3	57,4	65,7	66,9	72,8	69,4	69,6	69,9
APU	155,8	168,6	152,7	157,5	162,2	162,1	159,4	155,0
Secteur privé	89,4	89,6	90,3	96,6	99,3	96,9	93,4	100,8
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	78,9	87,8	84,8	83,6	86,7
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	263,6	308,7	309,8	309,6	312,1
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	861,1	983,3	972,7	964,7	992,0
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	951,2	1 114,0	1 065,3	1 007,8	1 064,9
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	728,4	906,2	896,8	992,9	975,0
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 099,5</b>	<b>6 929,9</b>	<b>6 877,6</b>	<b>6 960,4</b>	<b>7 091,0</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 241,5	2 502,8	2 496,9	2 534,7	2 577,8
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 023,3	1 204,7	1 212,5	1 227,9	1 271,8
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	11,5	19,1	14,3	26,9	16,4
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 206,8	1 279,0	1 270,0	1 279,9	1 289,5
Dépôts à vue	357,1	395,3	419,1	395,7	426,1	410,0	420,6	415,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	45,5	53,4	64,2	64,3	96,5	99,7	103,1	118,0
Dépôts à terme > 2 ans	306,4	307,1	297,3	293,0	282,1	281,8	278,5	277,4
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	377,5	392,6	416,7	409,2	426,2	430,1	429,1	429,5
Pensions	43,2	37,4	33,9	44,5	48,1	48,3	48,5	49,1
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	335,9	360,4	351,8	369,1	371,1
IFM	201,5	226,4	265,8	270,8	276,1	265,7	281,0	277,9
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	65,1	84,3	86,0	88,1	93,3
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	950,9	1 163,5	1 125,3	1 080,2	1 127,8
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 571,1	2 903,2	2 903,7	2 976,4	3 014,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	259,4	271,3	335,6	346,2	351,9	364,6	394,7	423,1
Titres de créance émis > 2 ans	404,8	458,6	531,2	515,1	588,0	595,1	592,6	601,3
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	439,4	484,7	474,1	453,5	451,7
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	344,3	384,8	384,5	385,7	385,8
Autres	521,1	765,0	944,6	926,2	1 093,9	1 085,4	1 150,0	1 152,4
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 099,5</b>	<b>6 929,9</b>	<b>6 877,6</b>	<b>6 960,4</b>	<b>7 091,0</b>

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



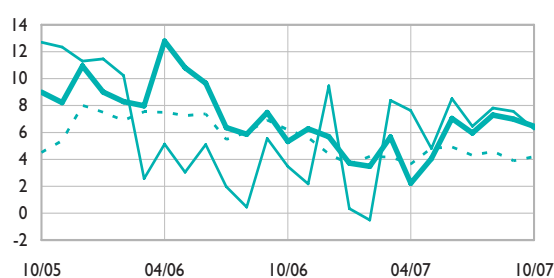
**Figure 14**  
**Dépôts – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	414,8	448,3	439,2	446,1	441,9
Ménages et assimilés	212,9	230,1	240,0	234,0	247,5	243,0	243,4	243,7
Sociétés non financières	124,2	139,9	151,9	133,6	143,9	139,6	146,4	141,0
Administrations publiques (hors adm. centrales)	47,8	55,6	56,1	47,2	57,0	56,7	56,3	57,3
Autres agents	17,5	22,6	25,4	26,4	27,8	25,4	28,2	27,6
<b>Total – Encours</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>473,4</b>	<b>441,2</b>	<b>476,2</b>	<b>464,6</b>	<b>474,3</b>	<b>469,5</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,7	115,5	116,5	116,6	116,7
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,8	19,1	19,4	19,5	19,6
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,3	37,8	38,0	37,7	37,6
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,9	59,9	60,6	60,7	61,1
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	57,2	58,4	58,8	59,1	59,3
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,6	6,8	7,0	7,0	7,1
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	126,7	128,7	129,9	128,5	128,1
<b>Total – Encours</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>416,7</b>	<b>409,2</b>	<b>426,2</b>	<b>430,1</b>	<b>429,1</b>	<b>429,5</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>

**Dépôts à vue**

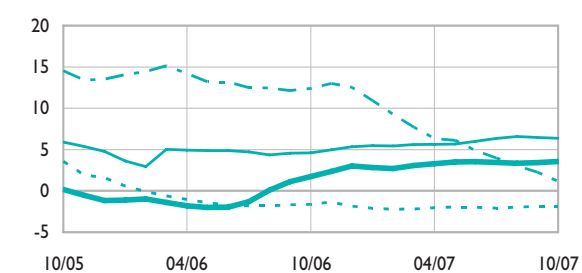
(en taux de croissance annuel)



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

**Comptes sur livret**

(en taux de croissance annuel)



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

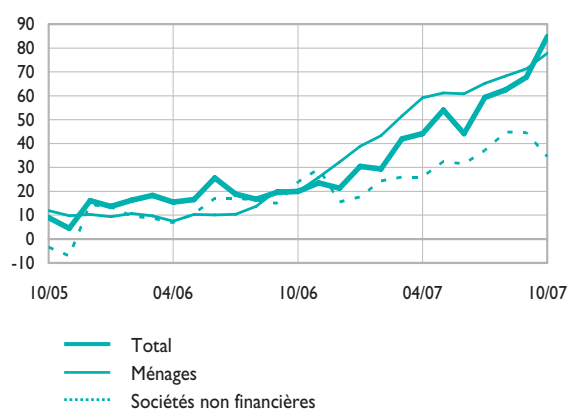
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	57,9	78,6	83,5	84,7	88,3
Ménages et assimilés	18,6	20,8	27,2	25,8	38,9	41,1	42,6	45,4
Sociétés non financières	22,8	26,5	30,4	31,7	39,0	41,7	41,4	42,2
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	6,4	17,9	16,2	18,4	29,7
<b>Total – Encours</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>64,2</b>	<b>64,3</b>	<b>96,5</b>	<b>99,7</b>	<b>103,1</b>	<b>118,0</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,3</b>	<b>20,0</b>	<b>59,3</b>	<b>62,6</b>	<b>67,8</b>	<b>84,8</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	272,3	260,9	260,0	256,9	255,4
Ménages et assimilés	282,6	281,4	260,1	258,3	247,2	246,1	244,7	243,3
PEL	224,2	225,6	206,1	203,9	192,3	191,5	190,1	188,4
PEP	42,5	39,0	35,0	34,9	32,8	32,7	32,4	32,1
Autres	15,9	16,8	19,1	19,5	22,0	21,9	22,1	22,8
Sociétés non financières	13,1	13,5	13,4	13,9	13,7	13,9	12,2	12,0
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	21,2	21,8	21,6	22,0
<b>Total – Encours</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>297,3</b>	<b>293,0</b>	<b>282,1</b>	<b>281,8</b>	<b>278,5</b>	<b>277,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>

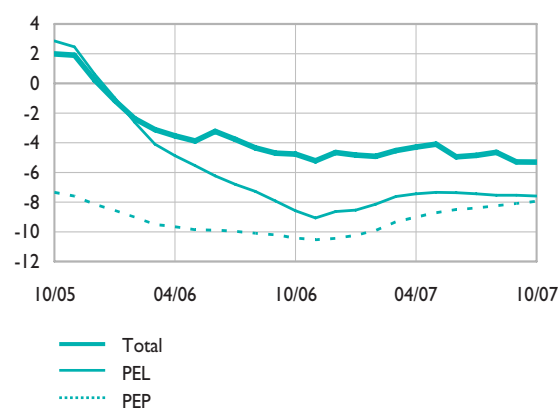
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

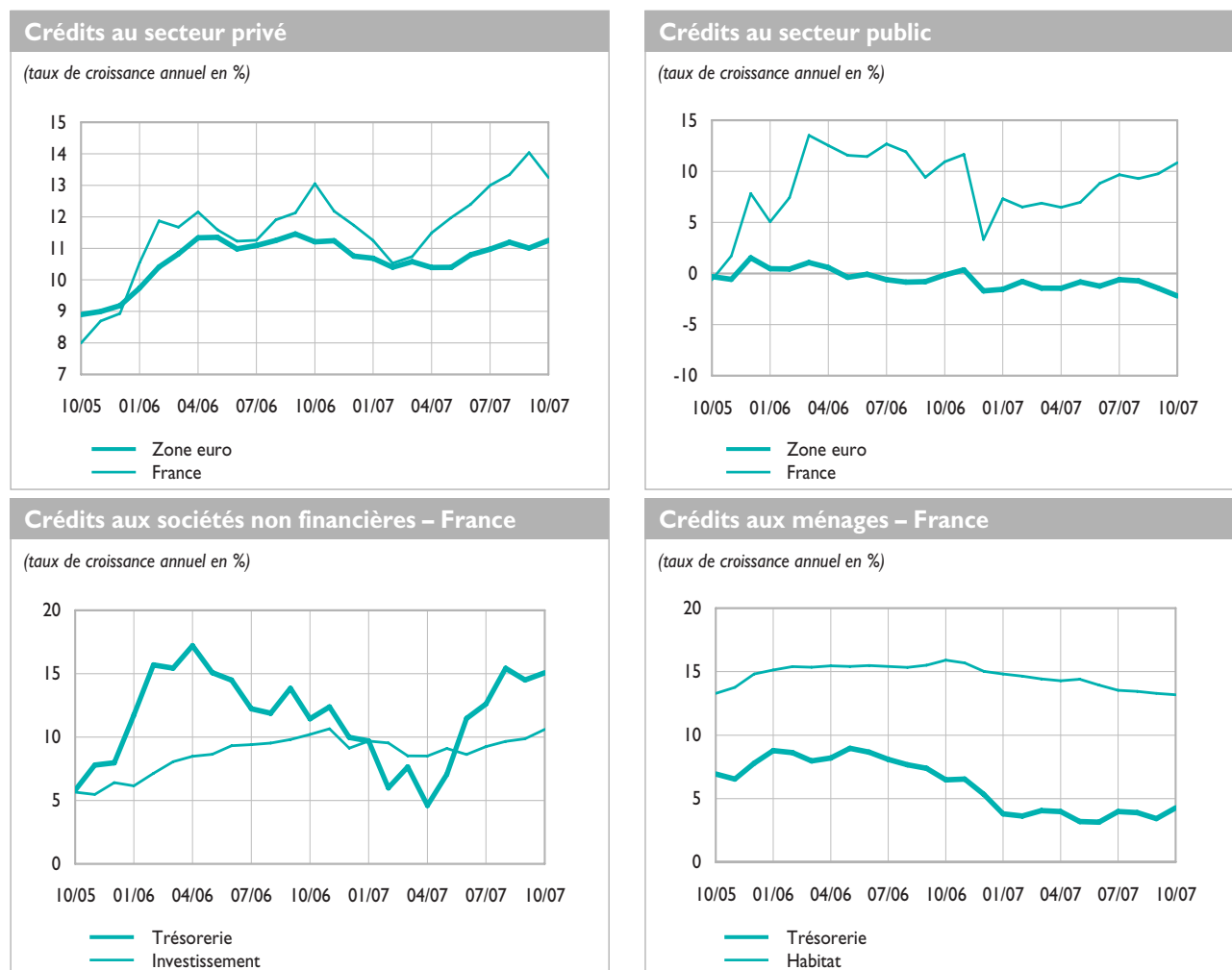


**Figure 16**  
**Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 514,1	1 636,2	1 662,5	1 666,9	1 693,8	1 700,3
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	150,9	164,0	161,8	163,9	168,7	167,1
<b>Total – Encours</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 683,4</b>	<b>1 665,0</b>	<b>1 800,2</b>	<b>1 824,3</b>	<b>1 830,8</b>	<b>1 862,5</b>	<b>1 867,4</b>
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	13,1	12,4	13,0	13,3	14,0	13,2
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	10,9	8,8	9,7	9,3	9,8	10,9
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,9</b>	<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>13,0</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	216,3	229,9	250,7	246,9	262,2	265,7	267,4	269,2	272,8
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	169,9	187,6	191,0	188,9	190,0	194,1
Autres objets	180,9	193,0	208,4	207,3	216,0	219,0	219,8	226,0	225,5
<b>Total – Encours</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>630,5</b>	<b>624,1</b>	<b>665,9</b>	<b>675,6</b>	<b>676,1</b>	<b>685,2</b>	<b>692,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>12,4</b>	<b>12,6</b>	<b>12,3</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	438,1	503,6	578,6	565,2	614,7	622,3	627,6	633,6	638,8
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	132,5	136,9	137,4	136,2	136,7	138,1
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,4	82,6	84,0	83,9	83,4	84,2
<b>Total – Encours</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>792,7</b>	<b>778,1</b>	<b>834,3</b>	<b>843,7</b>	<b>847,7</b>	<b>853,8</b>	<b>861,1</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>9,6</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>

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



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 décembre 2007

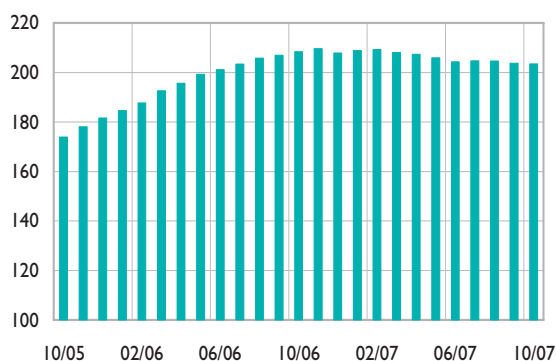
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2006			2007		
	août	sept.	oct.	août	sept.	oct.
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>523,5</b>	<b>524,7</b>	<b>524,0</b>	<b>506,8</b>	<b>507,0</b>	<b>511,7</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>205,8</b>	<b>206,9</b>	<b>208,3</b>	<b>204,6</b>	<b>203,7</b>	<b>203,5</b>
Consommation (hors découvert)	51,6	51,9	52,5	55,6	55,6	55,8
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	39,5	38,8	37,9	27,3	26,4	25,5
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	114,6	116,2	117,9	121,7	121,7	122,2
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>317,7</b>	<b>317,8</b>	<b>315,7</b>	<b>302,2</b>	<b>303,3</b>	<b>308,2</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	232,2	229,9	224,7	195,2	196,3	201,2
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	85,5	87,9	91,0	107,0	107,0	107,1

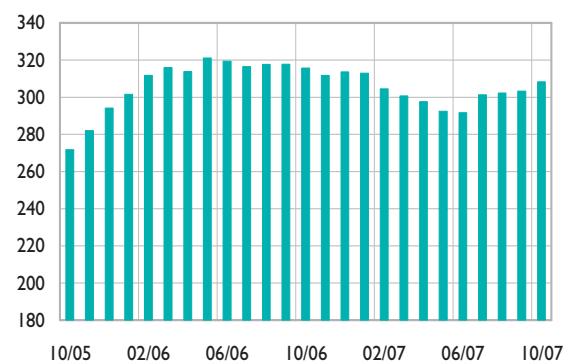
**Ménages**

(en milliards d'euros)



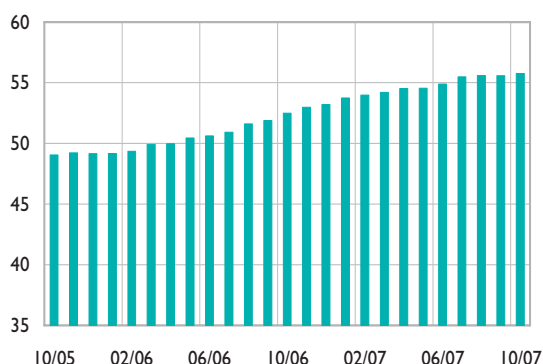
**Sociétés**

(en milliards d'euros)



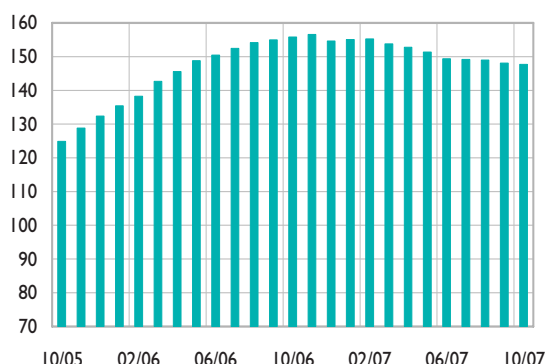
**Consommation des ménages (hors découvert)**

(en milliards d'euros)



**Habitat des ménages**

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

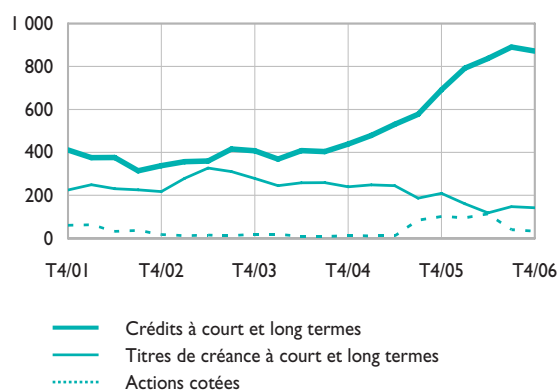
**Figure 19**  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

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

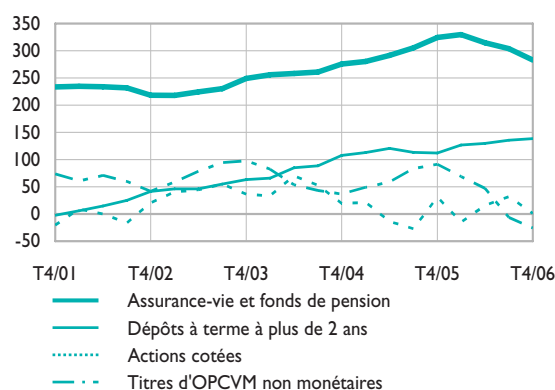
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 décembre 2007

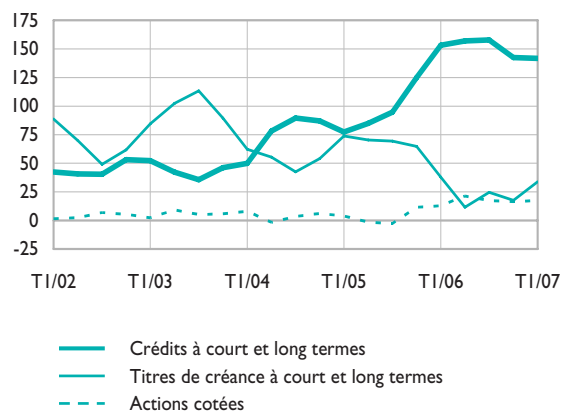
**Figure 20**  
**Financements et placements des agents non financiers – France**

(en milliards d'euros)

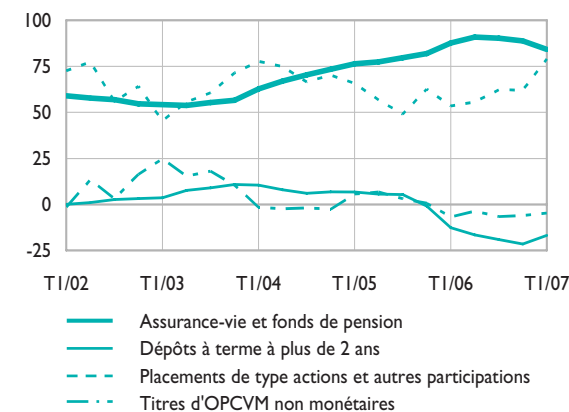
	Flux cumulés sur 4 trimestres				2007	Flux 2007	Encours 2007
	2006						
	T1	T2	T3	T4			
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>238,8</b>	<b>226,6</b>	<b>229,6</b>	<b>215,0</b>	<b>231,9</b>	<b>83,1</b>	<b>3 056,7</b>
Crédits à court terme	21,8	19,8	21,4	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
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>78,9</b>	<b>93,6</b>	<b>88,2</b>	<b>99,4</b>	<b>107,7</b>	<b>30,1</b>	<b>4 660,2</b>
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>110,2</b>	<b>65,0</b>	<b>80,4</b>	<b>70,5</b>	<b>75,2</b>	<b>38,9</b>	<b>1 371,7</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>137,4</b>	<b>142,9</b>	<b>136,1</b>	<b>141,7</b>	<b>154,0</b>	<b>36,6</b>	<b>5 808,9</b>
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

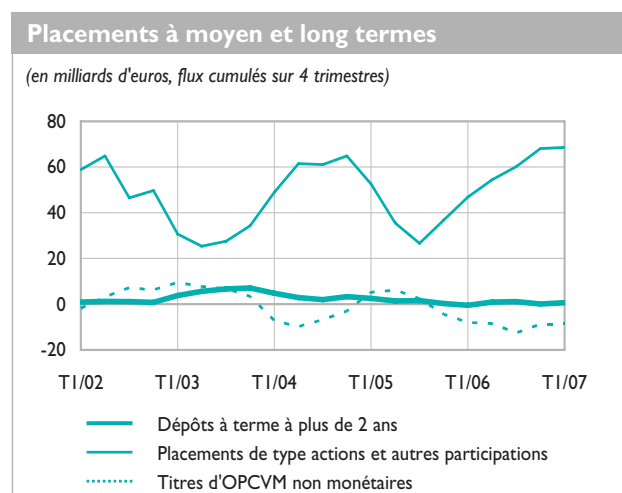
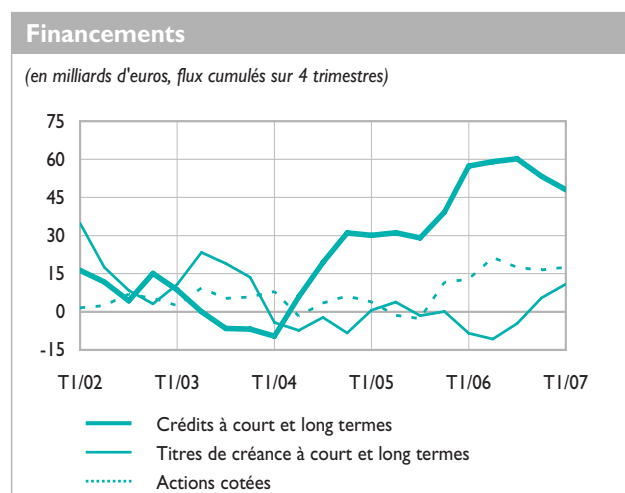
Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

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

(en milliards d'euros)

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



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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007



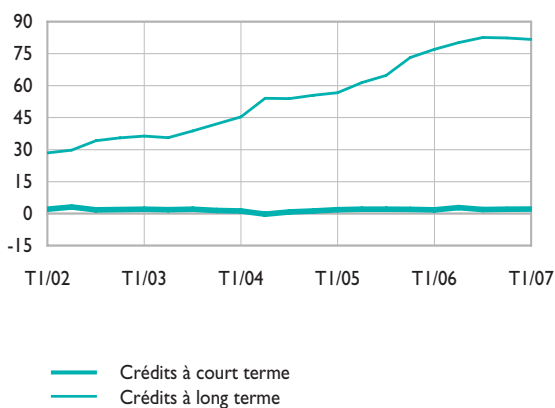
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

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

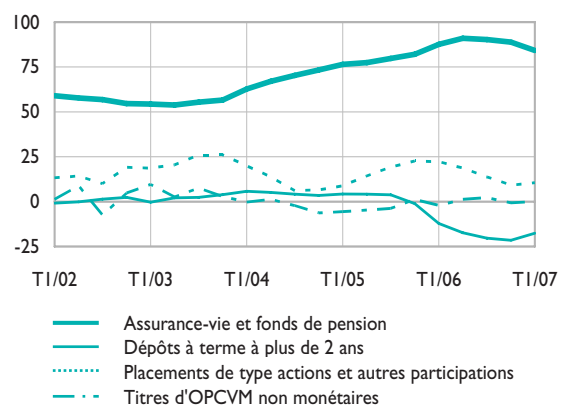
**Financements**

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



**Placements à moyen et long termes**

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



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

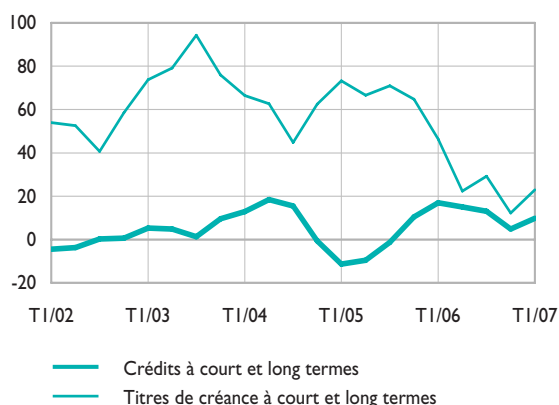
**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2007	Flux 2007	Encours 2007
	2006						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>63,4</b>	<b>37,3</b>	<b>42,4</b>	<b>17,1</b>	<b>32,8</b>	<b>37,6</b>	<b>1 261,6</b>
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
<b>Placements des administrations publiques</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>26,9</b>	<b>7,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-22,5</b>	<b>-23,3</b>	<b>4,8</b>	<b>96,2</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>0,4</b>	<b>398,2</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	11,4	13,8	8,7	7,4	5,3	3,1	48,4
Placements de type actions et autres participations	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-0,1	0,2	327,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,9	-0,1	0,4	4,2	0,8	-2,9	22,5

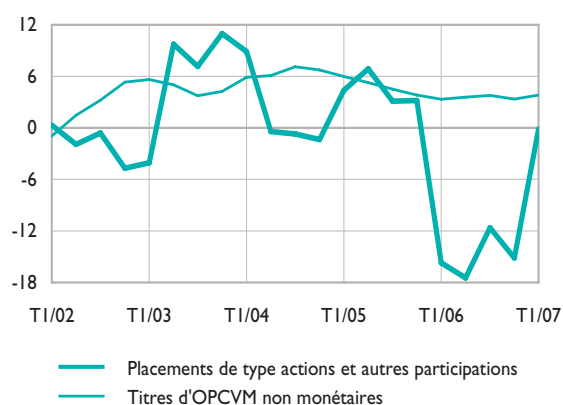
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



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

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

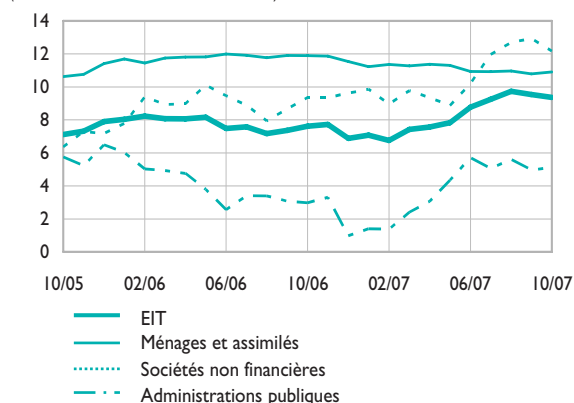
**Figure 24**  
**Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France**

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

	Taux de croissance annuel						Encours 2007
	2004	2005	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	août	sept.	oct.	
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>6,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	<b>3 502,2</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,0	10,8	10,9	883,4
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-0,7	2,4	2,5	40,6
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,2	11,4	842,8
Sociétés non financières	4,5	7,2	9,6	12,7	12,9	12,2	1 429,4
≤ 1 an	8,1	11,2	11,4	15,8	17,4	15,7	550,3
> 1 an	2,6	4,9	8,6	10,9	10,3	10,1	879,1
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	5,6	5,0	5,1	1 189,3
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	16,1	12,3	15,3	147,1
> 1 an	8,2	8,1	4,2	4,3	4,0	3,8	1 042,3
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>1 774,9</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,0	10,8	10,9	883,4
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-0,7	2,4	2,5	40,6
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,2	11,4	842,8
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,4	11,9	12,1	11,8	723,8
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	14,2	16,1	12,9	176,0
> 1 an	6,1	7,5	9,8	11,2	10,9	11,5	547,8
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	8,9	9,4	10,5	167,8
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	16,7	12,6	29,8	38,7
> 1 an	1,4	6,9	6,0	6,8	8,5	5,8	129,1
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>9,0</b>	<b>14,1</b>	<b>17,7</b>	<b>20,2</b>	<b>21,7</b>	<b>20,4</b>	<b>423,7</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>1 303,5</b>
Sociétés non financières	-2,4	0,9	2,0	5,3	3,6	2,3	293,0
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	3,4	-1,8	-6,8	33,4
> 1 an	-2,7	-0,3	1,4	5,5	4,3	3,6	259,6
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	5,1	4,3	4,4	1 010,5
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	17,4	13,5	12,9	97,4
> 1 an	9,3	8,3	4,0	3,9	3,4	3,5	913,1

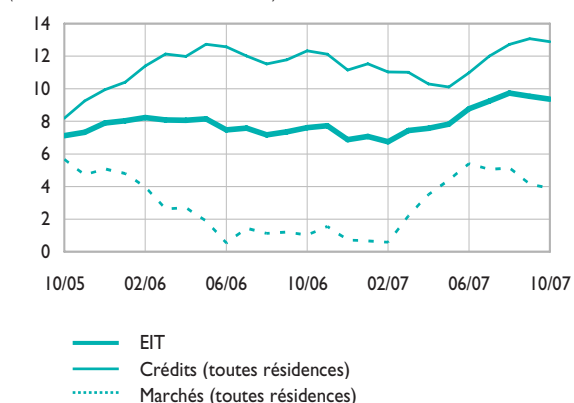
**EIT – Répartition par agents**

(taux de croissance annuel, en %)



**EIT – Répartition par nature de financement**

(taux de croissance annuel, en %)

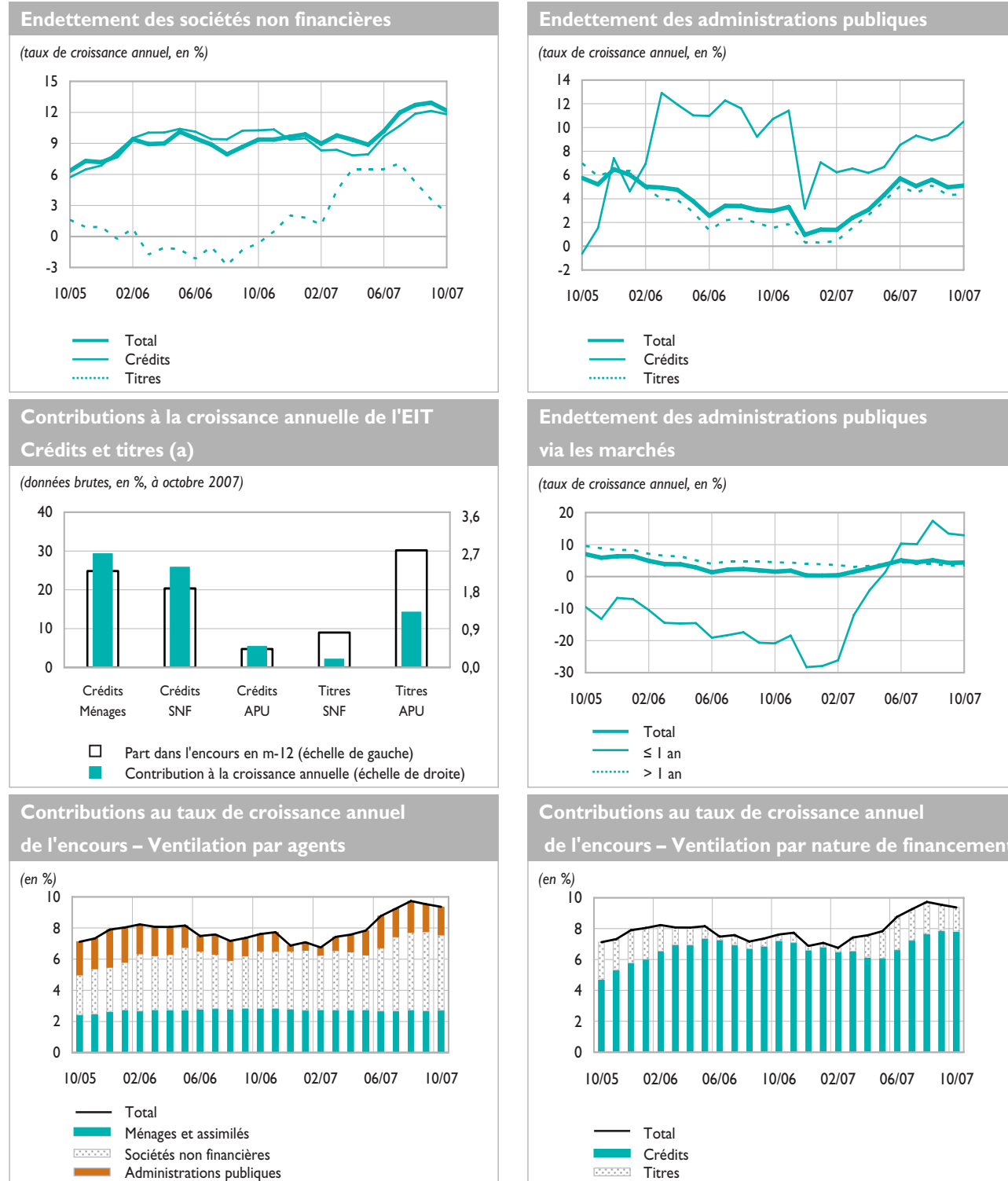


(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(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.

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

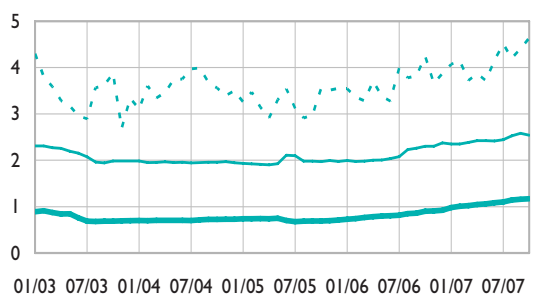
**Figure 26**  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,90	1,08	1,10	1,14	1,16	1,17
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,30	2,42	2,45	2,53	2,58	2,54
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,87	4,24	4,16	4,51	4,20	4,41	4,64
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	3,00
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,82	2,82	2,82	3,07	3,07	3,07
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,64	2,77	2,79	2,75	2,99	2,96
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	3,22	3,65	3,74	3,84	3,81	4,08
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,57	3,56	3,51	3,52	3,58	3,60

**Zone euro**

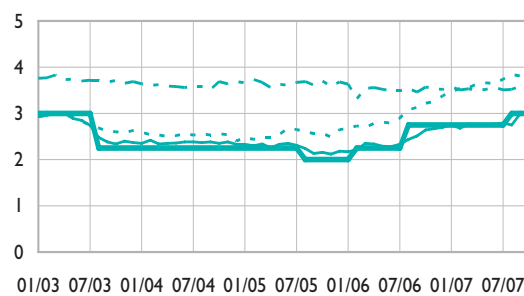
(taux mensuels moyens en %)



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

**France**

(taux mensuels moyens en %)

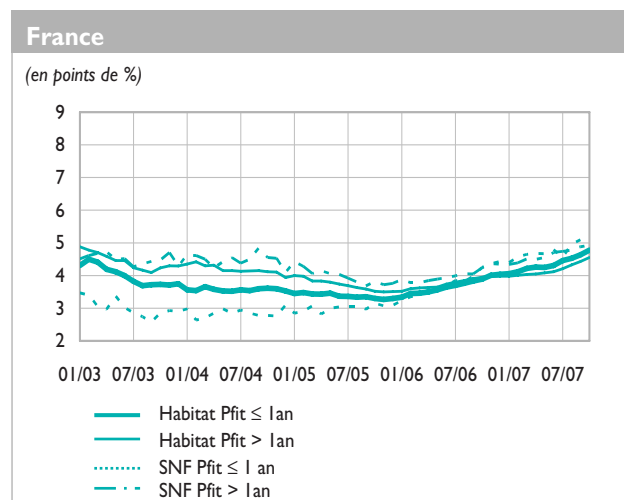
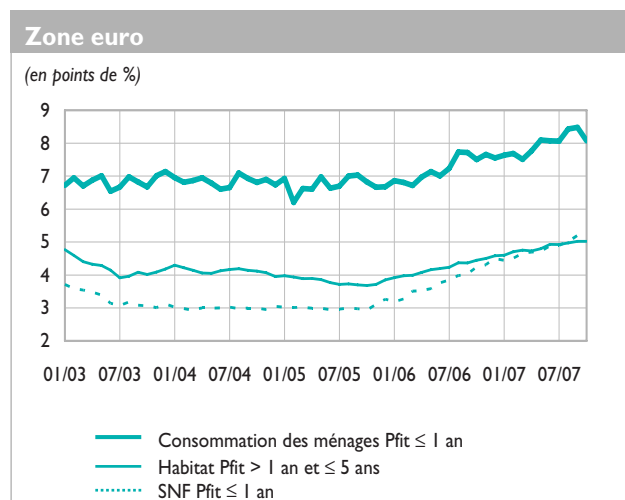


- Livret A
- Livrets à taux du marché
- ..... Dépôts à terme ≤ 2 ans
- - - - Dépôts à terme > 2 ans

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

(taux mensuels moyens en %)

	2006		2007									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,66	7,55	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,07	8,06	8,43	8,48	8,08
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,50	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93	4,98	5,02	5,03
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,31	4,50	4,44	4,51	4,66	4,70	4,72	4,89	4,90	5,01	5,20	5,11
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>6,26</b>	<b>6,32</b>	<b>6,46</b>	<b>6,57</b>	<b>6,55</b>	<b>6,49</b>	<b>6,53</b>	<b>6,55</b>	<b>6,62</b>	<b>6,90</b>	<b>6,93</b>	<b>6,95</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46	4,53	4,64	4,78
Pfit > 1 an (a)	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21	4,33	4,43	4,55
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56	4,95	5,10	5,12
Pfit > 1 an (a)	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74	4,78	4,88	4,93



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

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

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

**Figure 28**  
**Coût du crédit – France**

(en %)

	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
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
<b>Prêts immobiliers</b>					
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
<b>Seuils applicables à partir du 1<sup>er</sup> jour de la période indiquée</b>					
	2006	2007			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
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
<b>Prêts immobiliers</b>					
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
<b>Crédit aux entreprises</b>					
	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Escompte</b>					
≤ 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
<b>Découvert</b>					
≤ 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
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 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
<b>Crédits à moyen et long termes</b>					
≤ 15 245 €	4,28	4,43	4,47	4,65	4,89
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,18	4,32	4,40	4,56	4,77
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,07	4,20	4,29	4,43	4,64
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,95	4,14	4,23	4,35	4,55
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,87	4,15	4,26	4,37	4,61
> 1 524 490 €	3,94	4,33	4,55	4,73	5,00

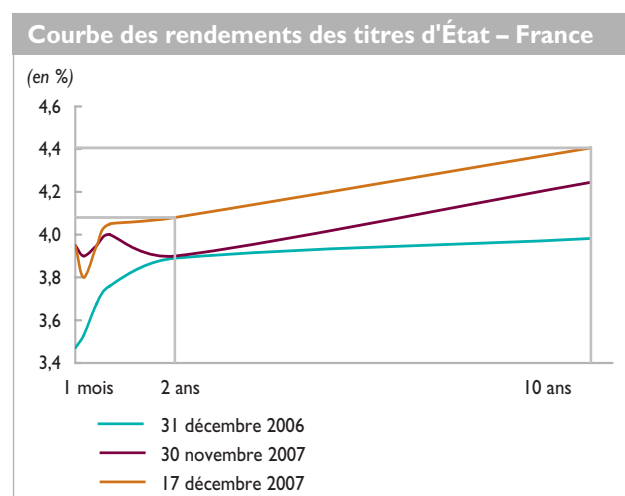
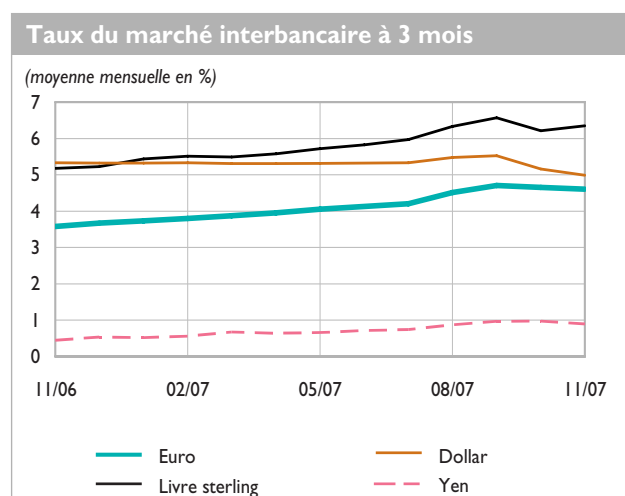
Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

**Figure 29**  
**Taux d'intérêt**

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/12/07	
	2007											
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>4,00</b>
Au jour le jour	3,55	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06	4,04	4,00	3,95	4,01		
À 3 mois	3,80	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21	4,51	4,71	4,65	4,61		
À 1an	4,08	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55	4,63	4,68	4,61	4,55		
<b>Livre sterling</b>												<b>5,50</b>
Au jour le jour	5,31	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87	5,97	5,88	5,80	5,81		
À 3 mois	5,51	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97	6,33	6,57	6,21	6,35		
À 1an	5,79	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29	6,42	6,40	6,10	5,97		
<b>Dollar</b>												<b>4,25</b>
Au jour le jour	5,26	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30	5,35	5,14	4,83	4,64		
À 3 mois	5,33	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33	5,48	5,53	5,16	4,99		
À 1an	5,35	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36	5,19	5,06	4,91	4,54		
<b>Yen</b>												<b>0,75</b>
Au jour le jour	0,42	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55	0,55	0,65	0,62	0,62		
À 3 mois	0,56	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74	0,87	0,97	0,97	0,89		
À 1an	0,70	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98	1,07	1,14	1,12	1,04		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	4,10	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58	4,39	4,36	4,40	4,23		
Allemagne	4,05	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51	4,31	4,24	4,30	4,11		
Zone euro	4,12	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	4,25		
Royaume-Uni	4,92	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41	5,14	4,99	5,00	4,74		
États-Unis	4,78	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07	4,73	4,57	4,58	4,21		
Japon	1,71	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89	1,65	1,61	1,66	1,51		



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



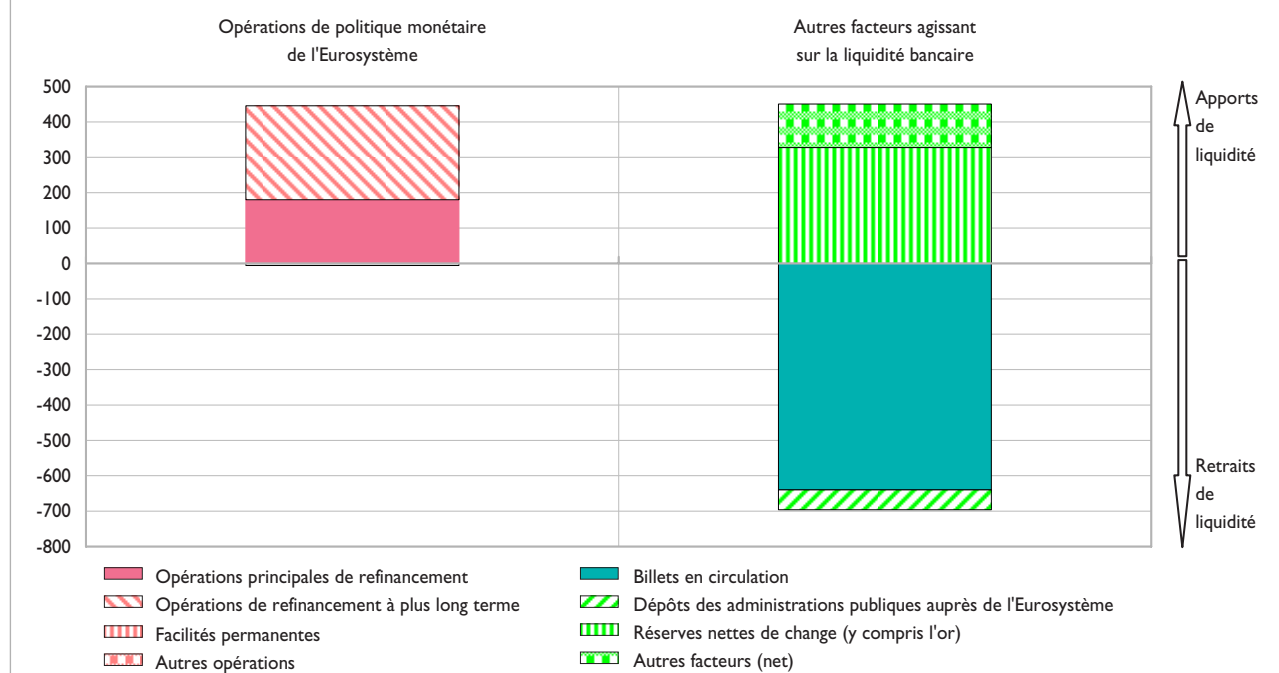
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10/10/2007 au 13/11/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>445,3</b>	<b>5,7</b>	<b>439,6</b>
Opération principale de refinancement	180,2		180,2
Opération de refinancement à plus long terme	265,0		265,0
Facilités permanentes	0,1	0,6	-0,5
Autres opérations	0,0	5,1	-5,1
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>450,9</b>	<b>696,0</b>	<b>-245,1</b>
Billets en circulation		640,1	-640,1
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		55,9	-55,9
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,6		327,6
Autres facteurs (net)	123,3		123,3
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>194,5</b>
dont réserves obligatoires			193,7

**Contribution nette à la liquidité du système bancaire**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10/10/2007 au 13/11/2007)



**Figure 3 I**  
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

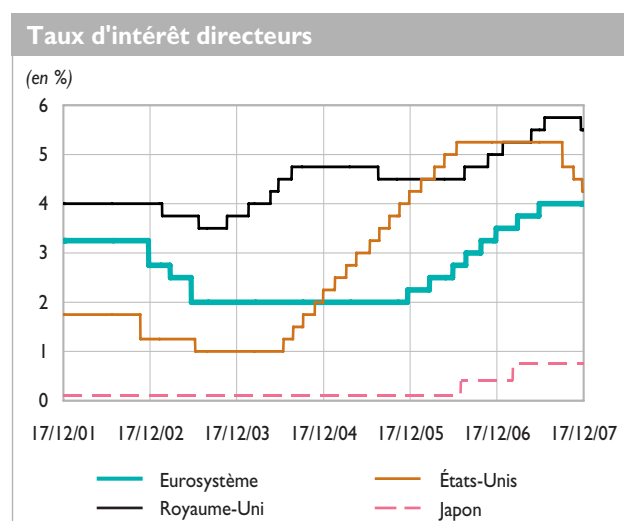
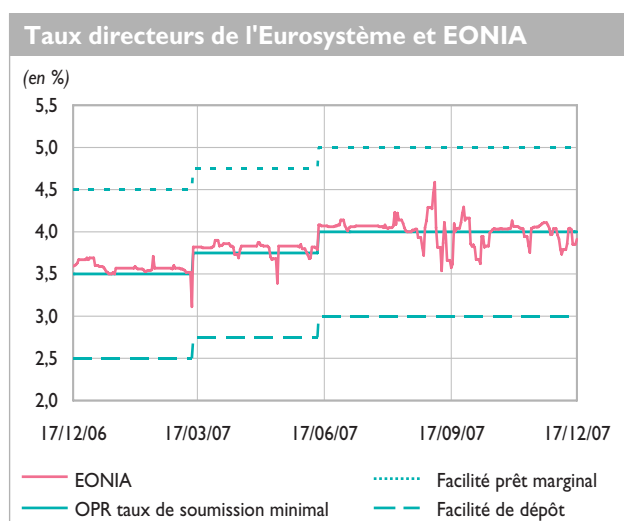
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75
06/06/07	13/06/07	4,00	06/06/07	13/06/07	3,00	5,00

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2007	31 octobre	4,14	4,16	2007	30 août	4,56
	7 novembre	4,14	4,15		13 septembre	4,35
	14 novembre	4,15	4,16		27 septembre	4,27
	21 novembre	4,17	4,19		1 novembre	4,45
	28 novembre	4,18	4,20		29 novembre	4,65
	5 décembre	4,18	4,20		12 décembre	4,81

(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	0,10	4,12



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

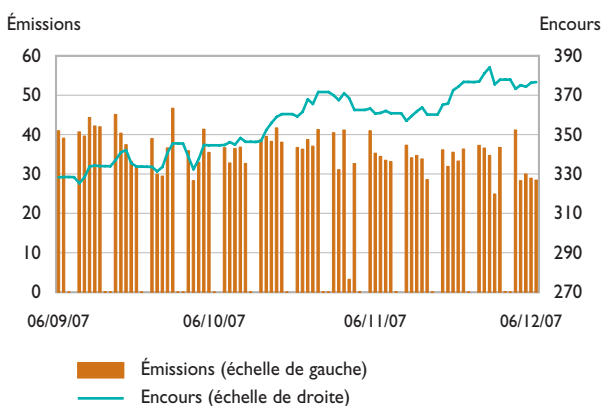
Réalisé le 19 décembre 2007

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	08/09/07 au 14/09/07	208,84	
15/09/07 au 21/09/07	187,86	333,73	219
22/09/07 au 28/09/07	181,83	345,54	218
29/09/07 au 05/10/07	174,07	344,54	216
06/10/07 au 12/10/07	175,54	346,35	215
13/10/07 au 19/10/07	196,40	360,43	214
20/10/07 au 26/10/07	190,20	371,60	214
27/10/07 au 02/11/07	148,79	362,52	214
03/11/07 au 09/11/07	177,55	360,77	212
10/11/07 au 16/11/07	168,59	360,16	213
17/11/07 au 23/11/07	173,35	376,73	215
24/11/07 au 30/11/07	170,28	377,82	213
01/12/07 au 07/12/07	157,07	376,67	212

Certificats de dépôt

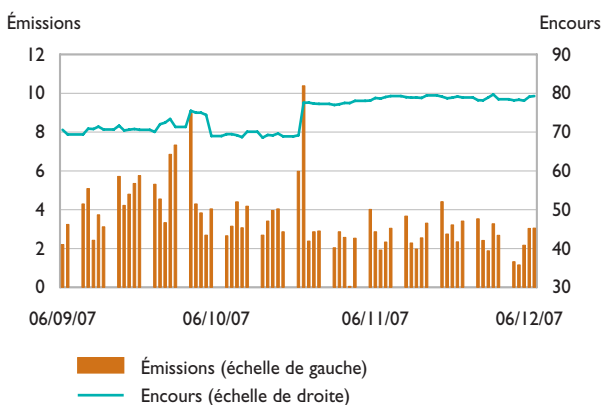
(données quotidiennes en milliards d'euros)



Billets de trésorerie	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	08/09/07 au 14/09/07	18,70	
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	16,97	68,91	78
20/10/07 au 26/10/07	24,53	77,30	81
27/10/07 au 02/11/07	10,06	78,06	81
03/11/07 au 09/11/07	14,17	79,30	83
10/11/07 au 16/11/07	13,79	79,44	84
17/11/07 au 23/11/07	16,14	78,92	81
24/11/07 au 30/11/07	13,78	78,44	83
01/12/07 au 07/12/07	10,73	79,28	84

Billets de trésorerie

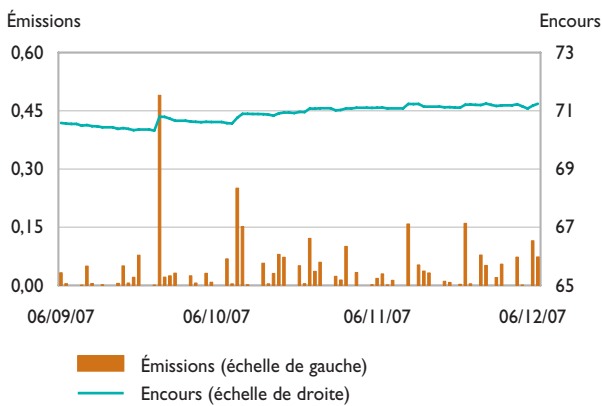
(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	08/09/07 au 14/09/07	0,06	
15/09/07 au 21/09/07	0,16	70,36	134
22/09/07 au 28/09/07	0,57	70,66	134
29/09/07 au 05/10/07	0,07	70,61	134
06/10/07 au 12/10/07	0,48	70,89	134
13/10/07 au 19/10/07	0,24	70,93	134
20/10/07 au 26/10/07	0,27	71,09	134
27/10/07 au 02/11/07	0,17	71,10	134
03/11/07 au 09/11/07	0,06	71,08	134
10/11/07 au 16/11/07	0,28	71,14	133
17/11/07 au 23/11/07	0,18	71,21	133
24/11/07 au 30/11/07	0,21	71,18	133
01/12/07 au 07/12/07	0,26	71,24	133

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'arrêt (dernier jour de la période considérée).

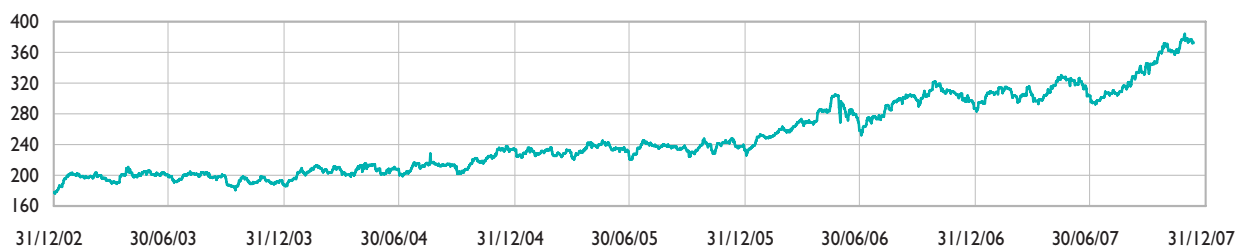
Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

**Figure 33**  
Titres de créances négociables – France

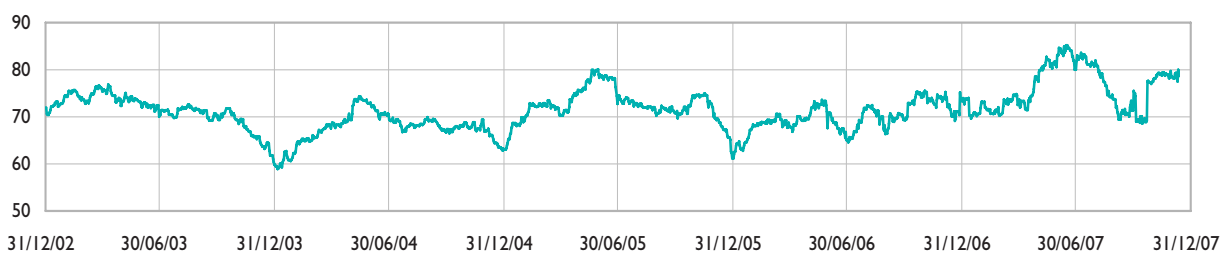
### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



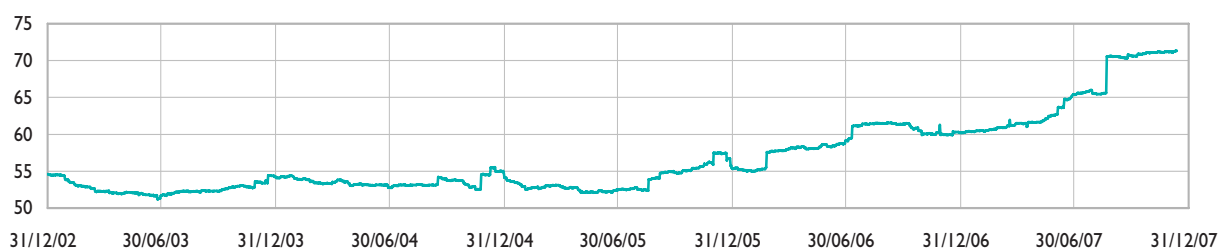
### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



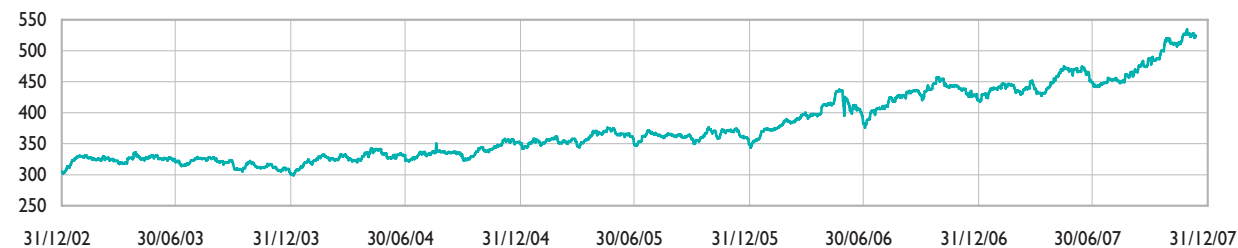
### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007

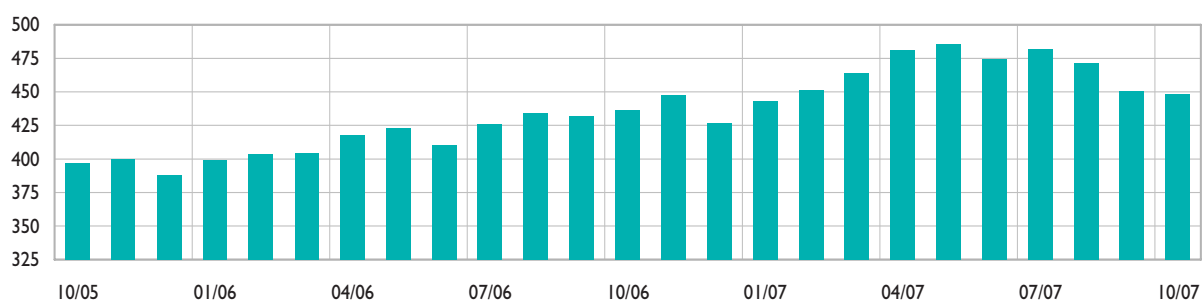
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2006	2007		2007
	déc.	mars	juin	oct.
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	426,82	463,78	474,81	448,76
OPCVM obligations	191,70	196,94	200,51	
OPCVM actions	332,36	345,82	363,71	
OPCVM diversifiés	297,64	310,73	325,03	
OPCVM de fonds alternatifs	26,83	32,20	36,93	
OPCVM garantis	0,05	0,04	0,04	
Fonds à formule	70,98	71,88	75,39	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



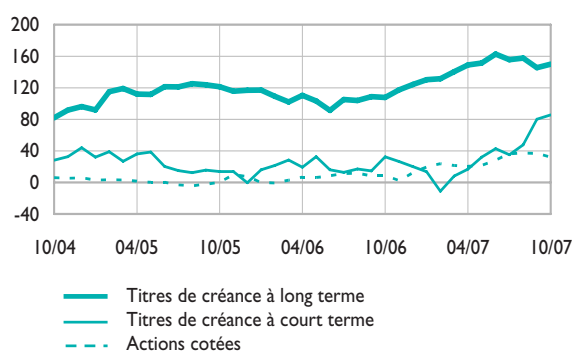
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	déc.	oct.
<b>Titres de créance émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>2 005,3</b>	<b>2 137,6</b>	<b>2 350,7</b>	<b>235,6</b>	<b>41,1</b>	<b>7,2</b>	<b>11,1</b>
Titres de créance à long terme	1 639,0	1 750,8	1 847,5	149,9	5,6	7,6	8,8
Administrations publiques	858,9	891,4	913,1	31,2	-11,7	3,9	3,5
Institutions financières monétaires (IFM)	486,6	559,6	627,8	103,5	14,4	17,0	19,5
Sociétés hors IFM	293,6	299,7	306,5	15,2	2,9	2,9	5,2
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	503,2	85,7	35,5	5,5	20,5
Administrations publiques	108,5	77,5	97,4	11,1	1,4	-28,3	12,9
Institutions financières monétaires (IFM)	218,0	268,0	349,3	63,4	24,0	22,8	22,2
Sociétés hors IFM	39,7	41,3	56,5	11,2	10,1	3,0	24,7
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 835,1</b>	<b>31,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>

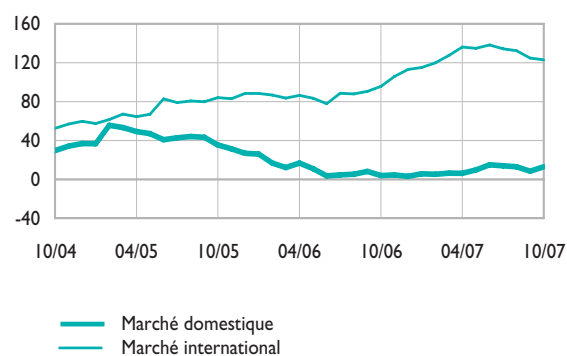
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

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



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

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



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

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

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

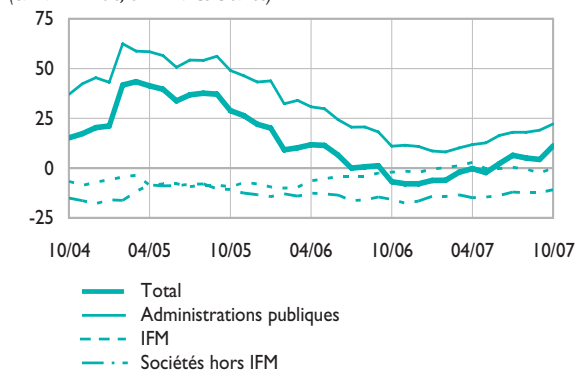
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	12 mois	oct.
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>848,0</b>	<b>840,8</b>	<b>853,4</b>	<b>11,2</b>	<b>-12,9</b>	<b>77,5</b>	<b>7,5</b>
Administrations publiques	628,5	639,4	658,8	22,2	-14,2	61,0	3,7
Institutions financières monétaires (IFM)	120,3	118,4	117,6	-0,1	2,1	12,8	3,4
Sociétés hors IFM	99,2	83,0	77,0	-10,9	-0,8	3,7	0,4
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 835,1</b>	<b>31,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>46,3</b>	<b>1,3</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	202,5	2,5	-2,5	5,5	0,2
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 632,6	29,4	0,2	40,8	1,1

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

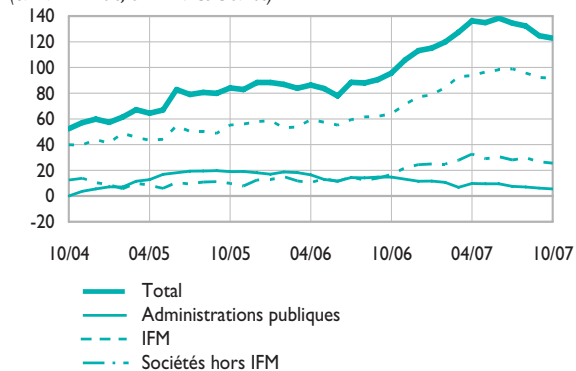
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



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

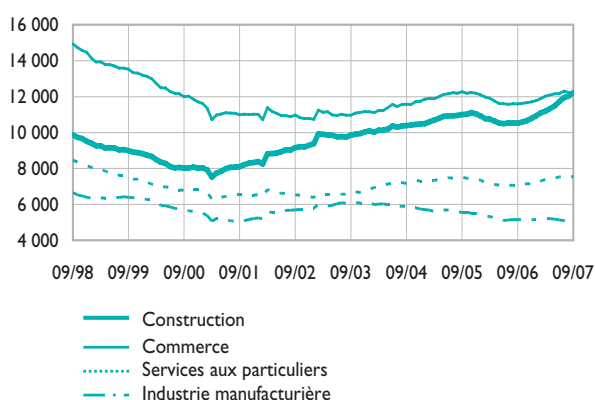
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

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

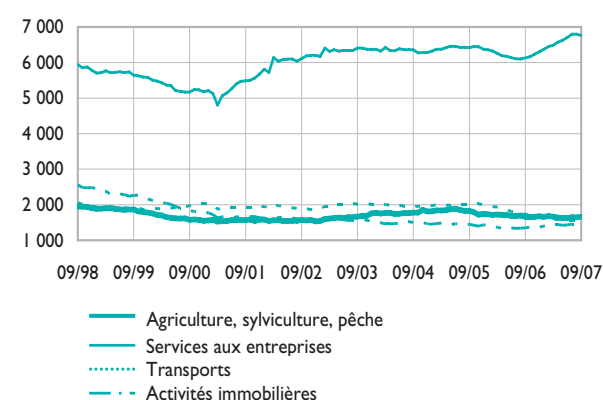
	2006			2007								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
Agriculture, sylviculture, pêche	1 651	1 662	1 675	1 664	1 683	1 667	1 643	1 626	1 633	1 645	1 646	1 660
Industrie manufacturière	5 172	5 164	5 147	5 162	5 214	5 210	5 204	5 180	5 136	5 104	5 049	4 962
Agricultures et alimentaires	1 188	1 200	1 180	1 214	1 245	1 265	1 293	1 292	1 294	1 302	1 302	1 308
Biens de consommation	1 580	1 567	1 576	1 585	1 620	1 611	1 598	1 589	1 560	1 544	1 520	1 468
Automobile	61	70	66	65	69	69	67	63	55	55	56	51
Biens d'équipement	980	986	1 008	989	968	965	960	963	954	947	937	910
Biens intermédiaires	1 363	1 341	1 317	1 309	1 312	1 300	1 286	1 273	1 273	1 256	1 234	1 225
Construction	10 583	10 661	10 797	10 930	11 100	11 190	11 334	11 483	11 726	11 951	12 017	12 223
Commerce	11 632	11 663	11 706	11 784	11 894	12 022	12 096	12 152	12 171	12 299	12 238	12 204
Transports	1 705	1 677	1 644	1 621	1 603	1 588	1 593	1 573	1 566	1 562	1 552	1 486
Activités immobilières	1 366	1 361	1 369	1 404	1 431	1 443	1 441	1 424	1 432	1 460	1 460	1 487
Services aux entreprises	6 161	6 233	6 302	6 374	6 448	6 488	6 572	6 629	6 703	6 797	6 794	6 760
Services aux particuliers	7 089	7 156	7 147	7 178	7 301	7 384	7 418	7 458	7 533	7 595	7 602	7 531
Autres (a)	1 364	1 434	1 543	1 645	1 735	1 792	1 829	1 861	1 877	1 881	1 881	1 895
<b>Total des secteurs</b>	<b>46 723</b>	<b>47 011</b>	<b>47 330</b>	<b>47 762</b>	<b>48 409</b>	<b>48 784</b>	<b>49 130</b>	<b>49 386</b>	<b>49 777</b>	<b>50 294</b>	<b>50 239</b>	<b>50 208</b>

#### Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

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

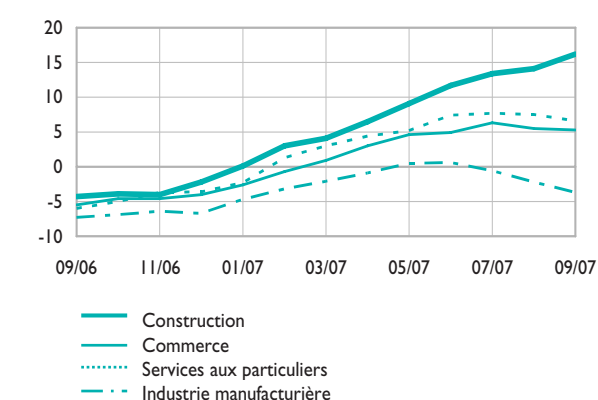


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

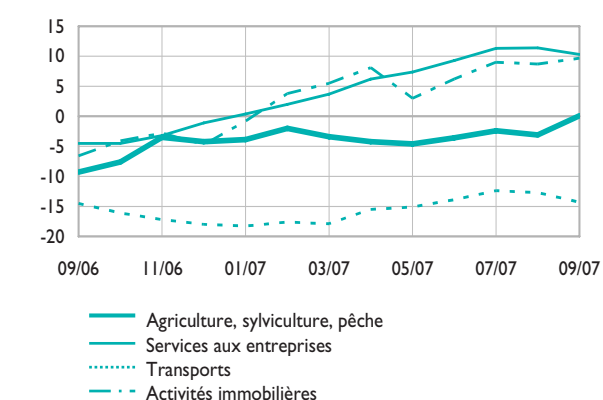


#### Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.

Source : Banque de France

Réalisé le 19 décembre 2007



**Figure 38**  
**Systèmes de paiement de masse – France**

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

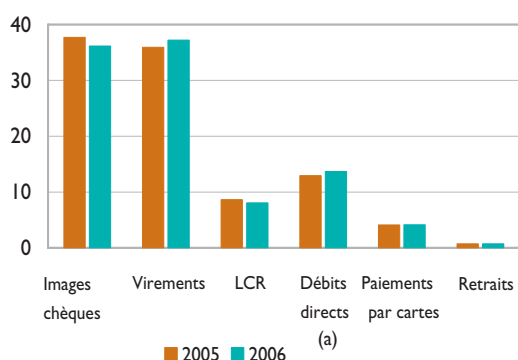
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	6 581	7 404	6 226	32,6
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	7 993	7 882	7 507	39,4
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 401	1 432	1 605	8,4
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 649	1 807	1 724	9,0
TIP	165	164	159	155	206	298	225	1,2
Téléversements	457	527	670	842	1 098	863	823	4,3
Paiements par cartes	664	705	772	819	800	855	833	4,4
Retraits	137	133	136	139	136	137	129	0,7
<b>Total</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>19 727</b>	<b>19 864</b>	<b>20 677</b>	<b>19 071</b>	<b>100,0</b>

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	10 923	11 943	11 129	24,2
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 371	7 369	6 973	15,2
LCR	419	408	401	390	322	331	385	0,8
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 455	8 185	7 124	15,5
TIP	557	554	511	491	494	659	545	1,2
Téléversements	7	10	17	27	48	60	52	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	17 041	18 036	17 390	37,9
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 422	2 444	2 301	5,0
<b>Total</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>47 771</b>	<b>46 078</b>	<b>49 027</b>	<b>45 899</b>	<b>100,0</b>

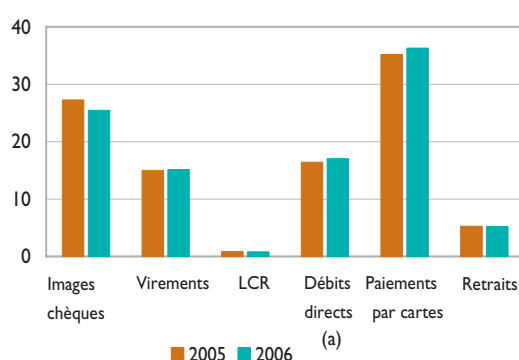
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des volumes échangés)



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

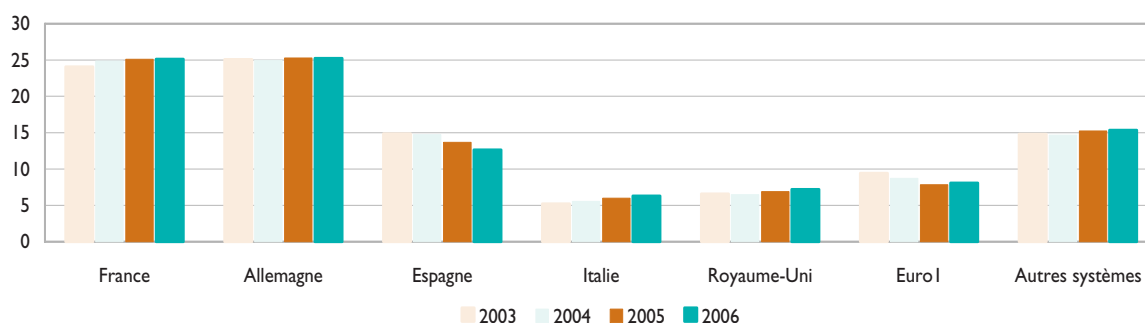
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007 Part
					juin	juil.	août	
France	448	486	544	588	661	644	634	23,8
Target transfrontière	75	81	95	107	129	125	113	4,2
Target domestique (TBF)	302	338	386	423	458	443	455	17,1
Système net (PNS)	70	67	62	58	74	75	66	2,5
Allemagne (a)	504	488	547	591	682	661	694	26,0
Target transfrontière	141	143	163	183	222	205	214	8,0
Target domestique (RTGS+)	364	345	384	408	460	455	480	18,0
Espagne	277	288	296	296	357	359	305	11,4
Target transfrontière	20	23	23	27	32	37	30	1,1
Target domestique (SLBE)	255	265	273	269	325	323	274	10,3
Système net (SEPI) (b)	1	1	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	197	167	161	6,1
Target transfrontière	33	32	41	47	65	57	60	2,3
Target domestique (BI-REL)	64	76	89	101	133	110	101	3,8
Royaume-Uni	122	127	149	169	203	191	193	7,2
Target transfrontière	93	101	114	126	165	155	156	5,9
Target domestique (Chaps Euro)	29	26	35	42	38	36	36	1,4
Euro I (ABE) (d)	175	170	170	189	236	226	227	8,5
Autres systèmes	275	287	330	360	448	467	452	17,0
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 166</b>	<b>2 342</b>	<b>2 784</b>	<b>2 714</b>	<b>2 666</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	537	564	651	725	906	858	869	32,6
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 567	1 417	1 502	56,3
Systèmes nets	249	240	233	249	312	439	295	11,1

**Évolution des parts de marché de chaque place**

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 2006) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

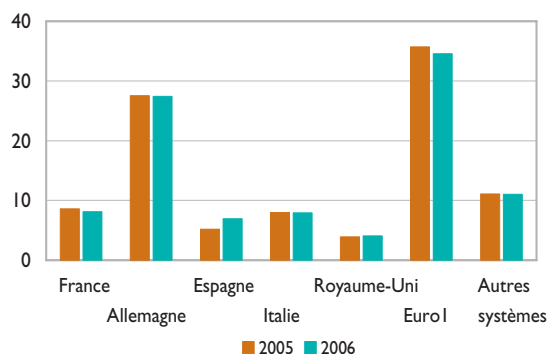
**Figure 40**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007 Part
					juin	juil.	août	
France	43 905	42 509	44 107	43 890	49 063	47 818	38 978	7,0
Target transfrontière	6 804	7 384	8 500	9 631	12 254	11 936	10 012	1,8
Target domestique (TBF)	8 348	8 071	8 589	8 321	9 586	8 272	6 904	1,2
Système net (PNS)	28 753	27 054	27 018	25 937	27 223	27 610	22 062	3,9
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	166 586	164 214	153 542	27,5
Target transfrontière	18 028	19 231	19 847	20 186	21 130	21 004	19 071	3,4
Target domestique (RTGS+)	110 569	112 272	121 548	128 427	145 457	143 210	134 471	24,1
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	43 415	45 628	33 086	5,9
Target transfrontière	2 339	2 760	3 408	4 046	5 225	5 020	4 024	0,7
Target domestique (SLBE)	10 783	11 618	23 315	33 393	38 190	40 608	29 063	5,2
Système net (SEPI) (b)	6 981	4 086	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	48 800	46 452	38 410	6,9
Target transfrontière	6 741	7 269	7 799	8 151	9 394	8 764	7 447	1,3
Target domestique (BI-REL)	30 212	27 791	33 246	34 782	39 405	37 687	30 963	5,5
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	24 483	24 149	22 408	4,0
Target transfrontière	11 391	12 799	14 223	16 144	18 597	18 390	16 987	3,0
Target domestique (Chaps Euro)	5 441	5 320	5 866	5 728	5 886	5 759	5 421	1,0
Euro I (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	219 058	219 142	197 426	35,3
Autres systèmes	52 950	54 895	57 002	59 686	79 080	80 920	75 122	13,4
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>451 700</b>	<b>461 647</b>	<b>513 812</b>	<b>541 597</b>	<b>630 484</b>	<b>628 322</b>	<b>558 972</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	85 813	83 717	74 556	13,3
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	294 642	295 420	262 638	47,0
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	250 029	249 185	221 778	39,7

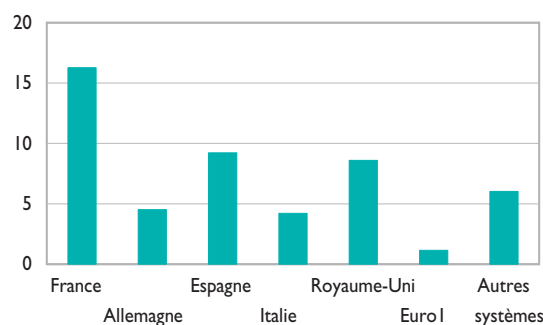
**Évolution des parts de marché de chaque place**

(% des volumes échangés)



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

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovénes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 2006) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

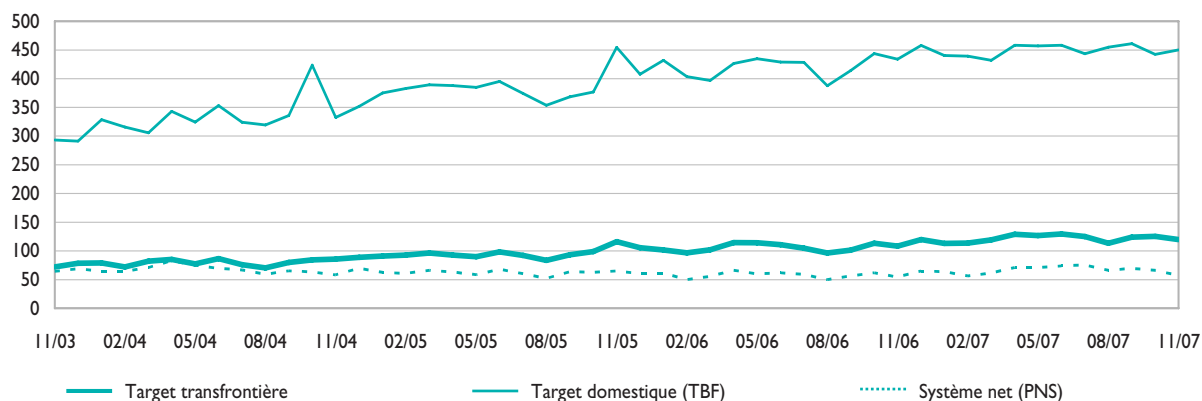
Figure 4 I  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					sept.	oct.	nov.	Part
<b>Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)</b>								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,3	9,5	13,4	28,0
Créances privées françaises	7,0	6,4	6,3	7,4	16,5	15,5	20,6	43,1
Titres mobilisés via le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	6,5	6,0	6,6	13,8
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	6,9	7,0	7,2	15,1
<b>Total</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,2</b>	<b>41,2</b>	<b>38,0</b>	<b>47,8</b>	<b>100,0</b>

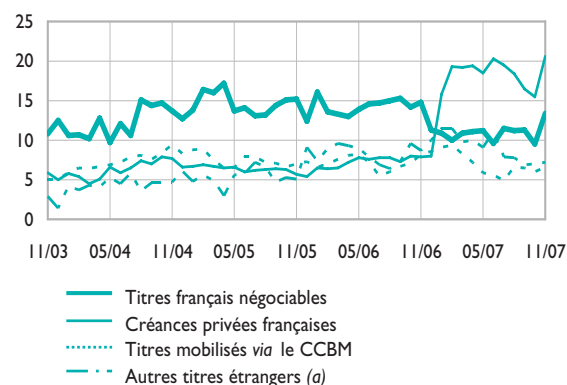
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

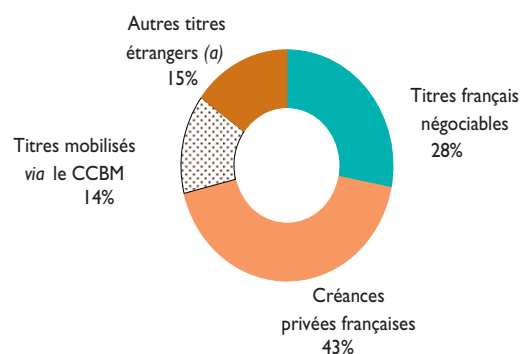


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en novembre 2007



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



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

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

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

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

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

### I | 2 Balance des paiements

#### Définitions

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

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

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

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

#### Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

### Secteurs économiques

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

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

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 ayants-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA – section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### I | 3 La position extérieure

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Systemes de paiement

**BI-REL** = Banca d'Italia Gross Settlement System

**CCBM** = Correspondent Central banking model

**Chaps Euro** = real-time gross settlement (RTGS) systems

**EAF** = Euro Access Frankfurt

**ELS** = Euro Link System

**Euro 1 (ABE)** = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

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

**POPS** = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

**RTGS** = Real-time gross settlement system

**SEPI** = Servicio Español de Pagos Interbancarios

**SLBE** = Servicio de Liquidacion del Banco de España

**STEP1** = Système de paiement des ordres au détail

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

**TBF** = Transfert Banque de France

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

*Organisation et activités*

*Politique monétaire et marchés*

*Systèmes de paiement et de titres*

*Supervision et réglementation bancaire*

*Publications et recherche*

### Statistiques et enquêtes

#### Europe et international

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

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

### Enquêtes de conjoncture

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm)

- Enquête mensuelle 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](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm)

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

### Position extérieure

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/posext/html/posext.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/posext/html/posext.htm)

- Position extérieure globale (période 1995-2006)
- Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin juin 2007)

### Taux d'intermédiation financière

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/tif\\_trim/html/tif\\_trim\\_fr\\_tif.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/tif_trim/html/tif_trim_fr_tif.htm)

### Activité financière internationale

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm)

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

### Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm)

### Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm)

### Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/eit\\_mens/html/idx\\_eit\\_mens\\_fr\\_fr.htm](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](http://indbdf.fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_annhis_fr.htm)

### Coordonnées des diffuseurs de données économiques

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/coordon/coordon.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm)

## Abréviations

### | Organismes et institutions

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

### | Indices

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

### | Pays

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

### | Autres sigles

<b>ANF</b>	Agents non financiers
<b>APU</b>	Administrations publiques
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
<b>BTf</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
<b>CAF-FAB</b>	Coût, assurance, fret - franco-à-bord
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée



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

## Documents publiés

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

### Rapport annuel de la Banque de France

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

### Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005

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

#### Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier
  
- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
  
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
  
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
  
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
  
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin

- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
  
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
  
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre
  
- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
- « Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
- « Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
- « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre
  
- « L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
- « Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
- « Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre
  
- « L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
- « L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
- « L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
- « Target 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
- « Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
- « Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

## Année 2006

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

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

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

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

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

## Année 2007

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

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

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

- « Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 160, avril
- « Les enjeux de l'euroisation dans les régions voisines de la zone euro », n° 160, avril
- « Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », n° 160, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 160, avril

- « Les comptes financiers de la Nation en 2006 : Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État », n° 161, mai
- « L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ? », n° 161, mai
- « Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005 », n° 161, mai
- « Les modèles DSGE - Leur intérêt pour les banques centrales », n° 161, mai
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006 », n° 161, mai

- « L'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 162, juin
- « La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2006 », n° 162, juin
- « Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2006 », n° 162, juin

« L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés », n° 163, juillet  
« La situation d'ensemble du système bancaire français – Introduction au Rapport 2006 de la Commission bancaire », n° 163, juillet  
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 163, juillet

« 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

« La composition du patrimoine des ménages entre 1997 et 2003 », n° 167, novembre  
« La destination finale de l'épargne des ménages », n° 167, novembre  
« La situation des entreprises industrielles en 2006 », n° 167, novembre  
« Maquette d'inflation zone euro », n° 167, novembre  
« L'impact désinflationniste de la globalisation – Fondements théoriques et estimations empiriques », n° 167, novembre

## **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](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 réplification 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° 168, 2007 (en anglais)
- « Comprendre les prix d'actifs : principaux déterminants et implications pour la politique monétaire », n° 168, 2007 (en anglais)
- « L'impact des contraintes financières sur l'innovation : Que peut-on apprendre d'une mesure directe ? », n° 169, 2007 (en anglais)
- « Les déterminants des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en zone euro : une approche multivariée », n° 170, 2007 (en anglais)
- « L'Indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 171, 2007
- « L'évolution des crédits à l'habitat en France : une grille d'analyse en termes de cycles », n° 172, 2007
- « La mesure de la transmission des variations de taux de change », n° 173, 2007 (en anglais)
- « Vieillesse mondiale et conséquences macroéconomiques de l'incertitude démographique dans un modèle multi-régions », n° 174, 2007 (en anglais)

- « 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 conditionnellement 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)
- « Modèles de structure par terme à plusieurs retards et changements de régimes », n° 191 (en anglais)

## **Débats économiques**

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

- « Déséquilibres de balance courante, "appétit pour l'épargne" et "grève de l'investissement" », n° 1, 2006 (en anglais)
- « Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)
- « Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006

## **Documents et débats**

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc\\_debat/doc\\_debat.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm)

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



## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 108 (décembre 2007)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>).  
Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75001 Paris <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

#### Banque de France

DR n° 2258 du 30 octobre 2007 – Organisation de la direction de la Communication

DR n° 2259 du 30 octobre 2007 – Organisation de l'Inspection

DR n° 2260 du 31 octobre 2007 – Barème de traitement du personnel permanent – Indemnité de résidence et supplément familial de traitement – Primes, indemnités et allocations diverses

DR n° 2261 du 31 octobre 2007 – Rémunération des agents de surveillance

DR n° 2262 du 31 octobre 2007 – Rémunération des agents d'entretien

DR n° 2263 du 31 octobre 2007 – Rémunération du personnel auxiliaire de caisse

DR n° 2264 du 31 octobre 2007 – Agents non permanents – Services de garde

DR n° 2265 du 31 octobre 2007 – Pensions des agents titulaires et non titulaires

DR n° 2266 du 12 novembre 2007 – Organisation du Contrôle général

Décision n° 2007-05 du Comité monétaire du Conseil général de la Banque de France du 7 décembre 2007 relative aux instruments et procédures de politique monétaire et de crédit intrajournalier de la Banque de France

Normes applicables aux opérations de numéraire effectuées aux guichets de la Banque de France

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer*

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative aux opérations de traitement des billets en euros par des prestataires d'établissements de crédit et assimilés en vue de leur délivrance au moyen d'automates en libre service*

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit – en septembre 2007

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

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

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

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

**Banque de France**

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

## Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Fonction : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

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

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

**Particulier**

Adresse : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

**Professionnel**

Fonction : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Activité : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

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

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





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

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

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

#### Éditeur

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

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

#### Comité éditorial

Michel Cardona

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

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

#### Rédacteur en chef

Hervé du Boisbaudry 20 26

#### Ont contribué au présent numéro :

##### Actualité (par sections)

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

##### Articles

Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006	72 84/60 21
Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen	40 29
Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique ?	27 87/97 27
L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro	97 80/56 06
Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006	56 58
Le coût du crédit aux entreprises	28 56/39 80

##### Statistiques

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

##### Secrétaire de rédaction

Raymond Domurado

##### Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule,  
Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Isabelle Pasquier

##### Demandes d'abonnement

Banque de France  
07-1050 Service des Relations avec le public  
75049 Paris Cedex 01  
Tél. : 01 42 92 39 08  
Fax : 01 42 92 39 40

##### Impression

SIMA IVRY 25 1168

##### Internet

[www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm)



Rédacteur en chef :

Hervé du BOISBAUDRY  
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