

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

JANVIER 2008

**169**



# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■ TARGET2 : un atout pour l'intégration financière européenne	
<b>ACTUALITÉ</b>	■ Sommaire	I
<b>ÉTUDES</b>	■ Sommaire	21
	<b>TARGET2 et l'intégration financière européenne</b>	<b>23</b>
	Yvon LUCAS	
	<i>Cet article analyse les conséquences de la mise en œuvre de TARGET2, qui a démarré le 19 novembre 2007, sur la gestion de la liquidité, l'organisation des établissements et l'intégration financière européenne.</i>	
	<b>TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement</b>	<b>31</b>
	Vincent BONNIER	
	<i>Ce second article consacré à TARGET2 explique comment les outils d'aide à la décision mis à la disposition des banques centrales leur permettent d'assurer leur double rôle d'interlocuteur opérationnel de leurs participants et de surveillance.</i>	
	<b>Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ?</b>	<b>37</b>
	Christian PFISTER	
	<i>En zone euro, les rigidités salariales nominales et la vitesse de la politique désinflationniste apparaissent comme des facteurs déterminants du « ratio de sacrifice ». En France, les changements de salaires sont assez fréquents mais largement prédéterminés, ce qui crée de la rigidité ; en sens opposé, ils semblent bien plus régis par les accords d'entreprise que par les accords de branche.</i>	
	<b>Entre concurrence et efficacité : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper.</b>	<b>49</b>
	Bénédicte DOUMAYROU	
	<i>En réponse au cadre concurrentiel renforcé mis en place par la directive MIF pour l'exécution des ordres, les différentes catégories d'acteurs concernés cherchent à s'adapter au mieux aux évolutions induites tant par les modifications réglementaires que par les évolutions technologiques.</i>	
	<b>Évolutions récentes du crédit aux ménages en France</b>	<b>61</b>
	Julien DEMUYNCK, Anne DUQUERROY et Tatiana MOSQUERA-YON	
	<i>Les turbulences observées sur les marchés financiers n'ont guère affecté jusqu'à présent la distribution de crédits à l'habitat en France, alors que la demande des ménages a continué de se modérer de manière graduelle.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■ Sommaire	SI
<b>DIVERS</b>	■ Abréviations	I
	Documents publiés	III
	Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 7 mars 2008

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



## TARGET2 : un atout pour l'intégration financière européenne

Le récent démarrage de TARGET2<sup>1</sup> représente une contribution majeure de l'Eurosystème à l'intégration européenne.

TARGET2 constitue la deuxième génération du système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème dénommé TARGET (*Trans European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer system*).

La première génération du système (TARGET1) était née avec l'Union économique et monétaire (UEM) le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Deux objectifs lui avaient alors été assignés : d'une part, servir de « vecteur de transmission » à la politique monétaire unique de l'Eurosystème ; d'autre part, renforcer la sécurité et l'efficacité des règlements de montant élevé.

Ces deux objectifs ont été pleinement atteints et TARGET joue un rôle central à l'égard du système financier de la zone euro. Avec en moyenne 360 000 paiements par jour pour un montant de 2 400 milliards d'euros, TARGET se situe au premier rang des systèmes de paiement mondiaux.

TARGET1 présentait toutefois certaines limites : l'organisation du système – 16 plates-formes nationales reliées entre elles par un dispositif d'interconnexion – se traduisait par une faible harmonisation du service et n'était pas optimale au plan des performances, des coûts et de la stabilité de fonctionnement. Ce constat a conduit le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne à décider, en octobre 2002, la réalisation d'une deuxième génération du système.

La principale innovation de TARGET2 a consisté à mettre en œuvre une plate-forme unique partagée, la SSP (*Single Shared Platform*). Cette nouvelle organisation permet d'offrir à l'ensemble des utilisateurs un service harmonisé de haut niveau, incluant des mécanismes très performants de gestion de la liquidité. Elle permet en outre de réduire sensiblement les coûts du système. Enfin, TARGET2 a été doté de dispositifs au meilleur état de l'art en matière de robustesse et de continuité opérationnelle : l'architecture technique de la SSP repose en effet sur trois « régions », chacune comportant elle-même deux sites distincts permettant, en cas d'incident, un redémarrage quasi immédiat.

Les participants à la conférence internationale sur TARGET2 qui s'est tenue le 31 janvier 2008 à la Banque de France<sup>2</sup> ont tous souligné que les marchés monétaire et financiers de l'euro bénéficiaient, avec TARGET2, des dispositifs les plus efficaces et les plus sûrs pour la gestion de la liquidité et le règlement des paiements de montant élevé.

Première infrastructure de marché complètement intégrée et harmonisée à l'échelon européen, TARGET2 a permis et suscité de profonds changements dans l'organisation des établissements de crédit ayant une activité dans plusieurs pays européens, qui sont désormais en mesure de rationaliser l'organisation de leurs *back-offices* et de consolider

<sup>1</sup> Le déploiement de TARGET2 s'opère en trois vagues successives : après la migration d'un premier groupe de huit pays le 19 novembre 2007, un deuxième groupe de sept pays, dont fait partie la France, a migré le 18 février 2008. Le troisième groupe migrera le 19 mai 2008.

<sup>2</sup> La documentation relative à cette conférence est disponible sur le site internet de la Banque de France : [http://www.banque-france.fr/fr/sys\\_mone\\_fin/target2/target2\\_conferences.htm](http://www.banque-france.fr/fr/sys_mone_fin/target2/target2_conferences.htm)

la gestion de leur liquidité en euro. Ces éléments sont analysés en détail dans l'article « TARGET2 et l'intégration financière européenne » dans le présent Bulletin.

**La Banque de France a assuré au niveau européen la direction et la coordination d'ensemble du projet TARGET2. Au niveau national, elle a préparé et mis en œuvre la migration de la Place de Paris au nouveau système.**

La Banque de France a assuré la direction et la coordination d'ensemble du projet de plate-forme unique partagée (SSP) sur laquelle repose TARGET2 et qui a été développée et est mise en œuvre par un groupe de trois banques centrales nationales — la Banque de France, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque d'Italie — pour compte commun de l'ensemble du Système européen de banques centrales (SEBC). Dans ce cadre, la Banque de France a en particulier développé un système d'aide à la décision pour les banques centrales participantes. Celui-ci est présenté en détail dans l'article « TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement », également dans le présent Bulletin.

Toujours sous l'égide de la Banque de France, la migration de la Place financière de Paris a fait l'objet, pendant plusieurs mois, d'une intense préparation. En effet, la Place de Paris avait fait le choix ambitieux d'une migration à TARGET2 en une seule fois (de type "*big bang*") de l'ensemble des acteurs concernés : les établissements de crédit, les infrastructures de place et bien sûr la Banque de France. Plusieurs tests en grandeur réelle, coordonnés par la Banque, ont en particulier précédé le *week-end* de migration.

Enfin, parallèlement et en accompagnement de cette migration, la Banque de France a mis en œuvre un nouveau dispositif de gestion des garanties : le système « 3G » (gestion globale des garanties). Il permet aux banques de gérer de manière unifiée et globale l'ensemble des garanties relatives à leurs opérations de refinancement auprès de la Banque de France, quel que soit leur support : titres domestiques, titres étrangers ou créances privées.

Le succès de la migration de la Place de Paris et la mise en œuvre de 3G constituent un motif de fierté pour la Banque de France et l'ensemble des acteurs qui ont contribué à cette réussite.

<b>Faits saillants</b>	2
<b>1  La situation économique de la France</b>	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	8
<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	5
2 Compétitivité de l'économie française	6
3 Le solde commercial français en 2007	10
4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en décembre 2007	14
5 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	19

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 0,3% en décembre en variation mensuelle, après - 1,5 % en novembre (T/T-1 : - 0,1 %, T/T-4 : + 2,2 %).
- En décembre, l'indicateur du climat des affaires est revenu à 103, après 105 en novembre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,4 % au quatrième trimestre. La croissance en glissement annuel pour 2007 serait de + 1,9 %.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 2,8 % en décembre en glissement annuel, contre + 2,6 % en novembre.

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 est demeuré inchangé en novembre (12,3 %). L'agrégat M1 a de nouveau ralenti (6,2 %, après 6,5 %), de même que les autres dépôts monétaires inclus dans M2 - M1 dont la progression est restée néanmoins très soutenue (16,7 %, après 17,0 %). En revanche, les instruments négociables inclus dans M3 - M2 ont poursuivi leur accélération (20,4 %, après 19,0 %). Du côté des contreparties de M3, la croissance annuelle des concours au secteur privé s'est quelque peu modérée (12,2 %, après 12,4 %) et la contraction des concours aux APU légèrement accentuée (- 4,2 %, après - 4,0 %). Par ailleurs, la contribution de l'extérieur à la croissance de M3 a sensiblement diminué (2,0 points de taux de croissance de M3, après 2,5 en octobre),
- En France, la croissance annuelle des crédits des IFM au secteur privé résident s'est renforcée (13,7 %, après 13,0 %), tant pour ceux consentis au secteur financier (35,0 %, après 30,7 %) que pour les crédits au secteur non financier (11,9 %, après 11,6 %). Au sein de ces derniers, les crédits aux sociétés non financières ont nettement accéléré (13,2 % après 12,3 %), alors que le taux de croissance des crédits aux ménages est resté inchangé (11,0 %), notamment pour les crédits à l'habitat (13,3 %).

### Les marchés de capitaux

Le mois de décembre a été marqué par une diminution des inquiétudes quant au contexte macroéconomique américain et à la situation financière du système bancaire, démentie dès le début du mois de janvier. L'intervention concertée des principales banques centrales sur le marché monétaire a permis de bonnes conditions de liquidité sur le marché monétaire, y compris lors du passage de fin d'année.

Dans ce contexte ont été observés :

- une stabilité des principales devises à l'exception de la livre sterling ;
- une appréciation des cours des matières premières ;
- un net assouplissement des tensions sur les marchés monétaires ;
- une augmentation des rendements obligataires en zone euro et aux États-Unis ;
- une stabilité des indices boursiers européens et américains et une baisse au Japon ;
- une stabilisation des primes de crédit sur émetteurs obligataires privés.



## 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 s'accroît en décembre de 0,3 %, après une baisse de 1,5 % en novembre, soit une baisse de 0,1 % au quatrième trimestre, contre + 1,2 % au troisième. En décembre, la baisse se poursuit dans les biens de consommation (- 0,4 %) mais l'industrie automobile enregistre un rebond (+ 3,5 %) ; la production de biens d'équipement et celle de biens intermédiaires restent stables par rapport à novembre. La production de l'ensemble de l'industrie augmente par rapport à novembre (+ 0,7 %).

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 103 en décembre, après 105 en novembre. Selon les industriels interrogés, la production industrielle a reculé en décembre. Le courant de commandes nouvelles s'est maintenu dans l'ensemble. Les carnets de commandes, un peu moins étoffés, restent toutefois à un niveau jugé élevé. Un rebond de l'activité est attendu dans tous les secteurs au cours des prochains mois. Les chefs d'entreprise dans le secteur des services marchands indiquent que la croissance de l'activité et de la demande a continué de ralentir en décembre. Toutefois, ils anticipent une augmentation de l'activité dans les prochains mois.

Selon l'enquête de l'INSEE, en janvier 2008, la conjoncture dans les services se maintient : l'indicateur synthétique se stabilise à 108, après le net recul du mois dernier (111 en novembre). Le rythme de l'activité a fléchi mais est resté soutenu (+ 12) et demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période. Les perspectives générales d'activité continuent également de se dégrader (solde à + 1, contre + 3 en décembre et un maximum à + 9 en juin 2007). En revanche, le solde d'opinion relatif à l'activité prévue, qui avait fortement chuté en décembre (de + 13 à + 8), enregistre une correction à la hausse et revient à son niveau de novembre, permettant à l'indicateur synthétique de se stabiliser.

Pour le troisième mois consécutif, l'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est en hausse en janvier (53,9, après 53,8 en décembre). Il est au-dessus de son seuil d'expansion depuis deux ans et demi. Dans le secteur des services, il est en repli, à 56,6 en janvier, après 58,9, mais reste au-dessus de son seuil d'expansion depuis plus de quatre ans.

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés se sont accrues de 2,0 % en décembre en données cvs-cjo. Sur l'ensemble du quatrième trimestre, elles diminuent légèrement (- 0,2 %, après + 1,9 % au trimestre précédent).

En janvier, l'indicateur de confiance des ménages enregistre une baisse de 4 points et s'établit à - 34 (après - 30 en décembre et - 29 en novembre, revus respectivement de - 1 point) pour atteindre son minimum depuis sa publication en janvier 1987. Parmi les soldes composant l'indicateur résumé, celui relatif aux perspectives d'évolution du niveau de vie en France perd 12 points en janvier (à - 44) et se situe également à un niveau historiquement bas. Les perspectives d'évolution de la situation financière personnelle des ménages (- 3 points, à - 13 en janvier) sont à leur minimum depuis décembre 1995 (où le solde affichait - 16).

Le déficit du commerce extérieur s'est creusé en novembre, s'établissant à - 4,8 milliards d'euros, après - 3,6 en octobre, du fait d'un écart persistant entre importations et exportations (respectivement 38,1 milliards d'euros et 33,3 milliards). En glissement annuel, les importations augmentent de 7,5 % et les exportations de 0,2 %. Sur les trois derniers mois, le solde cumulé se détériore aussi, à - 11,9 milliards, contre - 5,9 milliards sur la même période de l'année précédente. Le déficit des transactions courantes s'aggrave en novembre, à - 3,6 milliards, contre - 2,9 milliards en octobre.

Les immatriculations de voitures particulières neuves en janvier sont en baisse de 14,4 % par rapport à décembre 2007 en données cvs-cjo.

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés (SMB) a augmenté de + 0,7 % au cours du troisième trimestre 2007, après + 0,6 % au deuxième trimestre, ce qui porte la variation annuelle à + 2,6 %.

Au troisième trimestre 2007, en glissement annuel, la France affiche une croissance du coût unitaire du travail de + 1,4 %, contre + 2,6 % au troisième trimestre. Les coûts salariaux augmentent plus vite en France qu'en zone euro mais les gains de productivité y sont aussi plus élevés.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le PIB progresserait de + 0,4 % au quatrième trimestre 2007. Sa progression en moyenne annuelle pour 2007 serait de + 1,9 %.

### **Persistance d'une inflation élevée**

En janvier, l'indice du prix en euro des matières premières importées par la France baisse de 0,3 % sur

le mois, après + 0,0 % en décembre). L'appréciation de l'euro (contribution de - 1,5 point sur le mois) a plus que compensé l'augmentation du prix des matières premières en devises.

Le cours du *brent* en dollar a très légèrement augmenté en janvier, à 92,0 dollars le baril (en moyenne ; + 0,6 % par rapport à décembre). En glissement annuel, il a augmenté de + 69 % et de + 49,3 % en euros.

En décembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de + 0,4 %, après + 0,6 % en novembre, portant la croissance en glissement annuel à + 2,8 %, après + 2,6 % en novembre.

## ENCADRÉ I

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

## États-Unis

- Décisions du FOMC des 22 et 29/30 janvier 2008 : baisses de 75 points de base puis de 50 points de base du taux objectif des FED funds, à 3 %
- Ralentissement de la croissance du PIB au quatrième trimestre 2007 : + 0,6 % en variation trimestrielle annualisée, après + 4,9 % au troisième trimestre
- Hausse de l'indice PMI manufacturier en janvier (50,7, après 48,4 en décembre) mais forte baisse de l'indice ISM non manufacturier au-dessous de son seuil d'expansion (41,9, après 54,4 en décembre)
- Baisse des ventes au détail en valeur en décembre (cvs) : - 0,4 % en variation mensuelle (+ 1,0 % en novembre) et + 4,1 % en glissement annuel (+ 5,9 % en novembre)
- Baisse soutenue des permis de construire en décembre (- 34,4 % sur un an, après - 23,9 % en novembre) et des mises en chantier (- 38,2 %, après - 25,0 %)
- Décélération de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation en décembre : 4,1 %, après 4,3 % en novembre. Légère hausse de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) : 2,4 %, après 2,3 % en novembre
- Légère baisse du taux de chômage en janvier, après une forte hausse en décembre : 4,9 %, après 5,0 % en décembre et 4,7 % en novembre
- Hausse sur un an du déficit de la balance des biens et services en novembre : 63,1 milliards de dollars contre 58,5 milliards en novembre 2006, après une phase d'amélioration de septembre 2006 à octobre 2007

## Japon

- Indice PMI du secteur manufacturier (cvs) en janvier 2008 : 52,3, comme en décembre
- Indice des prix à la consommation en décembre (données brutes) : + 0,7 % sur un an, après + 0,6 % en novembre
- Dépenses de consommation des ménages en décembre (volume) : + 2,2 % sur un an, après - 0,6 % en novembre. Variation mensuelle : + 2,3 %, après - 1,0 % en novembre
- Taux de chômage en décembre (cvs) : 3,8 % comme en novembre
- Rémunération nominale des salariés par tête en décembre : - 1,9 % sur un an, après + 0,1 % en novembre
- Excédent commercial en décembre (données brutes des douanes en valeur) : 877,9 milliards de yens, soit 5,4 milliards d'euros, contre + 1 109,7 milliards de yens en décembre 2006, soit 7,2 milliards d'euros

## Royaume-Uni

- PIB au quatrième trimestre 2007 en préliminaire : + 0,6 % en variation trimestrielle, après + 0,7 % au troisième trimestre 2007. En glissement annuel : + 2,9 %, après + 3,3 % au troisième trimestre
- Inflation mesurée par le glissement annuel de l'IPCH : + 2,1 % en décembre comme en octobre et novembre
- Taux de chômage septembre-novembre : 5,3 %, contre 5,4 % de juin à août
- Déficit commercial en novembre : 7,4 milliards de livres, inchangé par rapport à octobre

## Zone euro

- Suite aux deuxièmes estimations d'Eurostat, la croissance du PIB pour le troisième trimestre 2007 a été révisée de + 0,7 % à + 0,8 % (chiffres inchangés pour le premier et deuxième trimestre à respectivement + 0,8 % et + 0,3 %), soit + 2,7 % en glissement annuel au troisième trimestre, après + 2,5 % au deuxième trimestre (chiffres inchangés).
- Baisse de 0,5 % de la production industrielle en novembre, après + 0,5 % en octobre (revu de + 0,1 point), soit un glissement annuel de + 2,7 %, contre + 4,1 % en octobre (revu de + 0,3 point)
- Augmentation des prix à la production industrielle de 0,1 % en décembre, après + 0,9 % en novembre (revu de + 0,1 point), soit + 4,3 % en glissement annuel, contre + 4,2 % en novembre
- Recul du volume des ventes du commerce de détail de 0,1 % en décembre, après - 0,7 % au cours du mois de novembre ; le glissement annuel s'établit à - 2,0 % en décembre, après - 1,2 % en novembre (revu de + 0,2 point).
- Indices PMI du mois de janvier : 52,8 dans le secteur manufacturier (52,6 en décembre) et 50,6 dans les services (53,1 en décembre)
- Taux de chômage à 7,2 % en décembre comme en novembre. Baisse de - 0,6 point sur un an
- Glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) estimé à + 3,2 % en janvier, après + 3,1 % en décembre
- En novembre, solde excédentaire du commerce extérieur de 2,6 milliards d'euros (en données brutes en valeur), après + 5,2 milliards en novembre 2006. Sur la période janvier-novembre 2007, l'excédent atteint 31,6 milliards d'euros, contre un déficit de 14,9 milliards sur la même période de 2006.

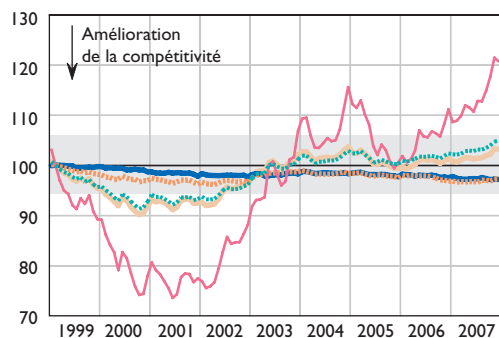
ENCADRÉ 2

### Compétitivité de l'économie française

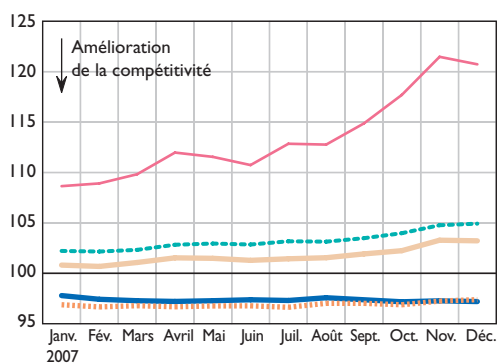
#### Mesurée par les prix à la consommation

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

... depuis 1999



... sur un an

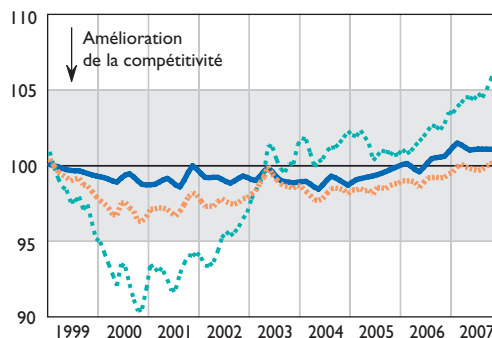


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- - - Vis-à-vis des pays industrialisés
- ..... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

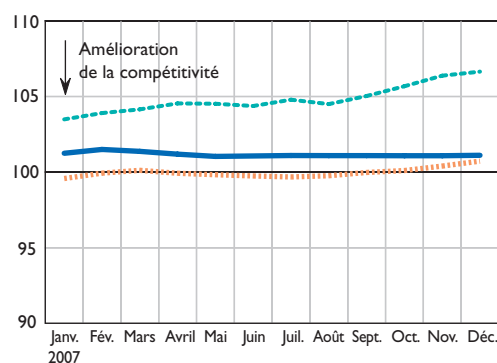
#### Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

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

... depuis 1999



... sur un an



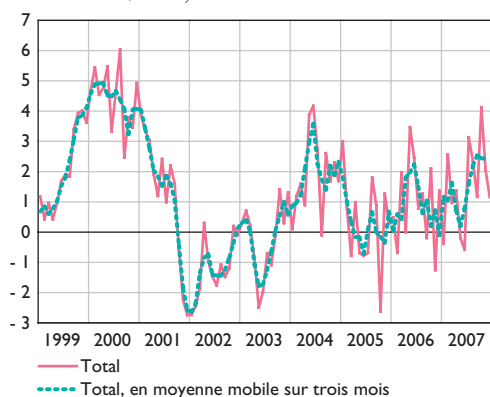
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- ..... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- - - Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

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

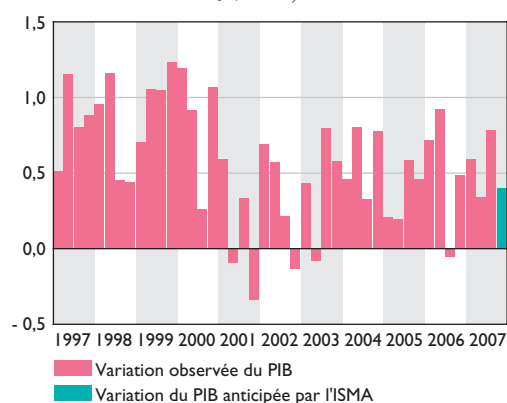
#### Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



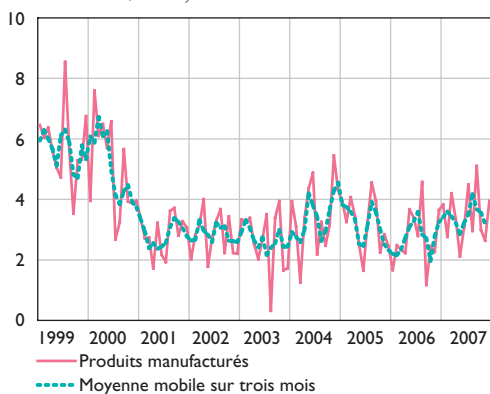
#### ISMA et PIB

(variation trimestrielle cvs-cjo, en %)



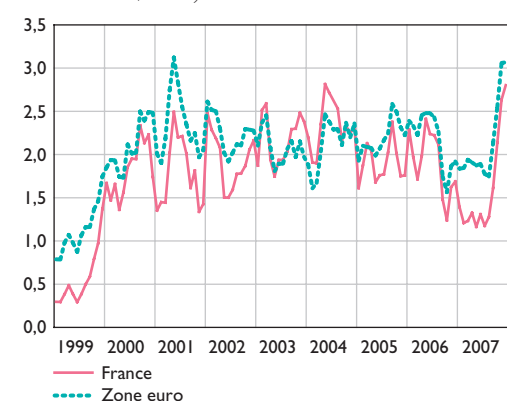
#### Consommation des ménages en produits manufacturés

(glissement annuel, en %)



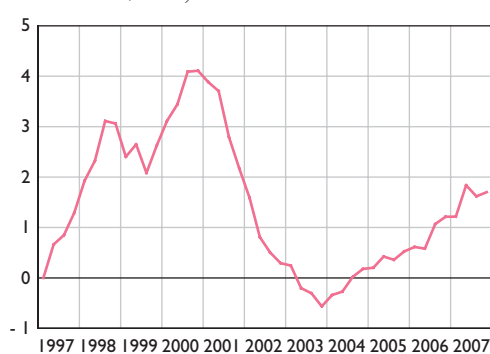
#### Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



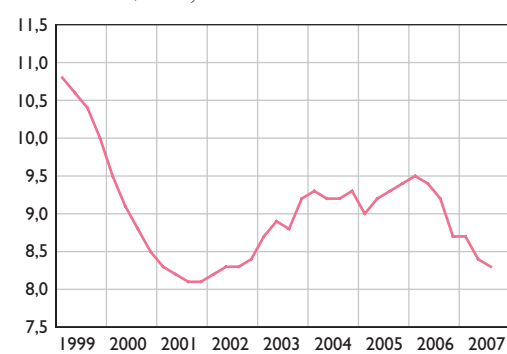
#### Effectifs salariés dans le secteur marchand

(glissement annuel, en %)



#### Taux de chômage au sens du BIT

(niveau trimestriel, en %)



## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en novembre 2007

La dégradation du solde des *transactions courantes* qui avait repris en septembre 2007 se poursuit en novembre, le déficit atteignant 3,6 milliards en liaison avec l'évolution du solde des échanges de biens. En cumul sur 12 mois, le solde des transactions courantes reste proche de celui de 2006, avec un déficit qui atteint 22,2 milliards. La détérioration du solde des échanges de biens, de l'ordre de 7 milliards, est compensée par l'amélioration du solde des revenus.

Au sein du *compte financier*, les *investissements directs* se soldent par des sorties nettes de capitaux de 6,6 milliards. Les investissements français à l'étranger sont en forte hausse par rapport aux mois précédents, à 19,2 milliards, en particulier sous l'effet d'une poussée des opérations en capital qui s'élèvent à 12,2 milliards. Bien que de moindre ampleur, les investissements étrangers sont également en forte reprise par rapport à octobre, principalement du fait de prêts intra-groupes. Sur les 12 derniers mois, les investissements directs étrangers en France et français à l'étranger sont en hausse de, respectivement, 74 % et 54 % par

rapport à l'année 2006, le solde net s'établissant à - 60,4 milliards, contre - 27,1 milliards en 2006.

Les *investissements de portefeuille* donnent lieu à des sorties nettes de 26,2 milliards en novembre 2007. Les opérations des non-résidents sur titres français se soldent par des achats nets de 9,6 milliards, dont 2,8 milliards d'actions et titres d'OPCVM et 7,4 milliards d'obligations et valeurs assimilées, presque exclusivement constitués de titres publics. De leur côté, les résidents ont repris leurs achats de titres étrangers, à hauteur de 35,8 milliards, se répartissant entre actions et titres d'OPCVM (19,2 milliards), obligations et assimilés (19,5 milliards) et, plus marginalement, instruments du marché monétaire (2,8 milliards). En cumul sur les 12 derniers mois, le solde des investissements de portefeuille revient presque à l'équilibre, à - 7,1 milliards, alors qu'il approchait - 60 milliards en 2006.

Les « *autres investissements* » se soldent par des entrées nettes de 42,2 milliards en novembre. Les institutions financières monétaires contractent des engagements nets cumulés de 27,7 milliards. Sur 12 mois, les financements nets reçus de l'étranger au titre des « autres investissements » atteignent 116,3 milliards, se rapprochant de ceux de l'année 2006.

### 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)	Nov. 2007 (c)	Nov. 2006 (b)	Nov. 2007 (c)	Sept. 2007 (b)	Oct. 2007 (c)	Nov. 2007 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>- 15,7</b>	<b>- 22,5</b>	<b>- 22,2</b>	<b>- 5,7</b>	<b>- 8,8</b>	<b>- 2,3</b>	<b>- 2,9</b>	<b>- 3,6</b>
Biens	- 23,0	- 30,0	- 36,6	- 6,1	- 12,4	- 3,7	- 3,9	- 4,8
Services	10,6	8,3	6,8	1,1	1,9	0,7	0,6	0,6
Revenus	18,7	21,0	29,5	4,8	7,2	2,5	2,3	2,4
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 21,9	- 5,4	- 5,5	- 1,8	- 1,8	- 1,8
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>- 0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 10,5</b>	<b>63,9</b>	<b>38,5</b>	<b>17,2</b>	<b>2,8</b>	<b>25,6</b>	<b>- 31,9</b>	<b>9,1</b>
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 60,4	- 5,7	- 13,2	- 4,1	- 2,6	- 6,6
- Français à l'étranger	- 97,3	- 91,7	- 159,9	- 25,6	- 43,8	- 14,1	- 10,6	- 19,2
- Étrangers en France	65,2	64,6	99,5	19,9	30,6	10,0	8,0	12,6
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	- 7,1	7,5	- 28,0	- 0,9	- 0,9	- 26,2
- Avoirs	- 194,5	- 270,5	- 154,5	- 67,6	- 45,4	2,8	- 12,3	- 35,8
dont actions et titres d'OPCVM	- 42,9	- 48,3	- 8,1	- 12,0	- 20,9	- 3,9	2,2	- 19,2
- Engagements	180,8	211,0	147,5	75,1	17,3	- 3,7	11,4	9,6
dont actions et titres d'OPCVM	52,6	58,8	44,7	11,8	5,2	- 0,5	3,0	2,8
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 3,6	- 0,1	- 2,0	- 2,0	1,0	- 1,0
Autres investissements	23,0	155,9	116,3	17,4	46,8	33,1	- 28,4	42,2
dont IFM	- 2,3	135,6	85,1	3,1	20,4	26,6	- 33,9	27,7
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 6,8	- 1,9	- 0,8	- 0,5	- 1,1	0,7
<b>Erreurs et omissions (d)</b>	<b>25,7</b>	<b>- 41,3</b>	<b>- 18,2</b>	<b>- 12,3</b>	<b>6,7</b>	<b>- 24,6</b>	<b>35,0</b>	<b>- 3,7</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

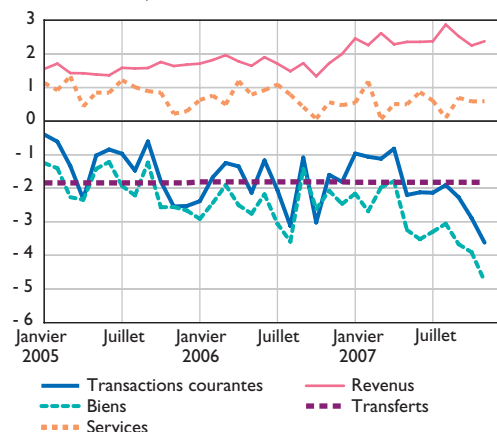
(c) Chiffres provisoires

(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)**

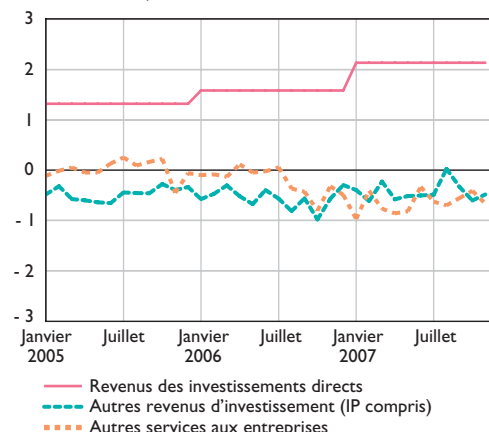
(en milliards d'euros)



**Transactions courantes**

**Soldes – 2 (a)**

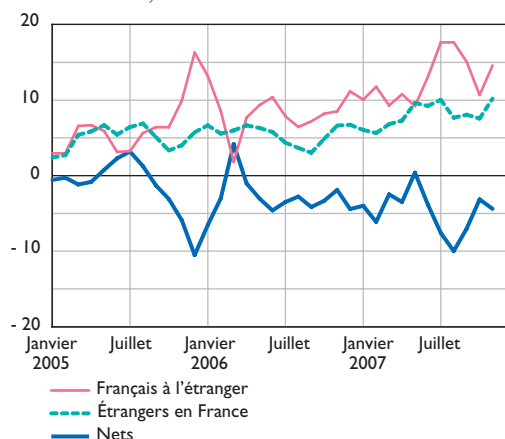
(en milliards d'euros)



**Investissements directs (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

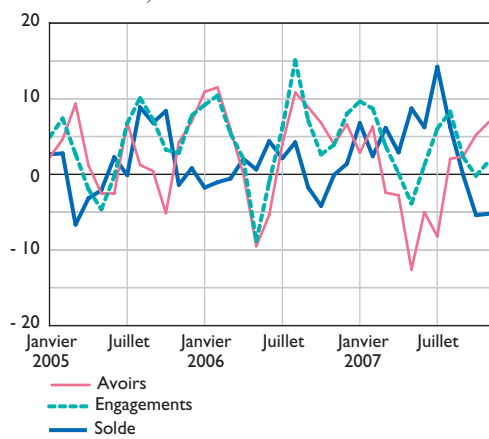
(en milliards d'euros)



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

(moyenne mobile sur 3 mois)

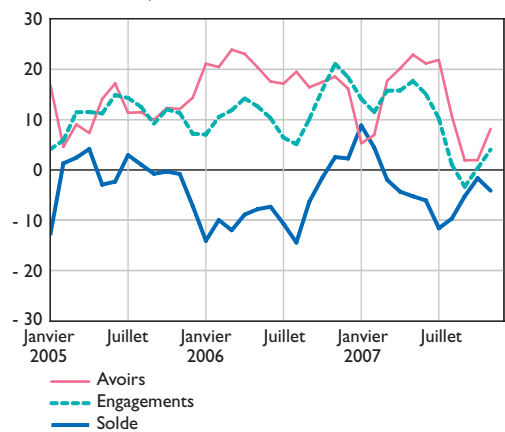
(en milliards d'euros)



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

(moyenne mobile sur 3 mois)

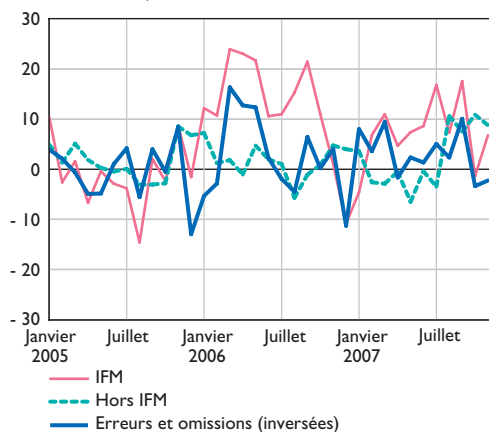
(en milliards d'euros)



**Autres investissements – Erreurs et omissions**

(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



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

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

## ENCADRÉ 3

## Le solde commercial français en 2007

En 2007, le commerce extérieur de biens français a vu son solde FAB-FAB se dégrader de 10,9 milliards d'euros par rapport à l'année précédente, à 39,2 milliards (cf. tableau).

Cette évolution n'est pas imputable aux produits énergétiques, dont le solde s'est redressé de 1,3 milliard d'euros, à - 45,2 milliards, en liaison à la fois avec la légère baisse du prix moyen du baril de pétrole en euro et la diminution des quantités importées de produits pétroliers. En revanche, les fortes hausses des cours des matières premières ont pesé lourdement sur le solde des biens intermédiaires, qui a diminué de 4,8 milliards d'euros. De même, le solde des produits de l'industrie automobile a connu un tassement très significatif de 4,9 milliards d'euros. Celui-ci est dû à la forte contraction du solde des véhicules, qui est devenu négatif à - 0,9 milliard d'euros, après un excédent de 3,7 milliards en 2006. Les importations de véhicules ont progressé rapidement depuis 2005, à la différence des exportations (cf. graphique). Seul le secteur de l'agroalimentaire enregistre une amélioration de sa position avec un solde de 9 milliards d'euros.

L'accroissement du déficit des échanges intra-européens, supérieur à 7 milliards, explique l'essentiel de la dégradation des échanges de la France. Le repli est particulièrement marqué avec l'Allemagne (4,4 milliards). Le déficit vis-à-vis des pays asiatiques a progressé de 2,3 milliards, à 25,9 milliards, en lien avec l'augmentation de 3,4 milliards du déficit par rapport à la Chine (Hong Kong inclus). Enfin, les échanges avec les États-Unis ont subi assez rudement le ralentissement en cours dans ce pays et l'appréciation de l'euro. Le solde commercial bilatéral ressort à - 1,1 milliard d'euros, en baisse de 1,9 milliard d'euros.

## Solde commercial de la France

(données brutes, en milliards d'euros)

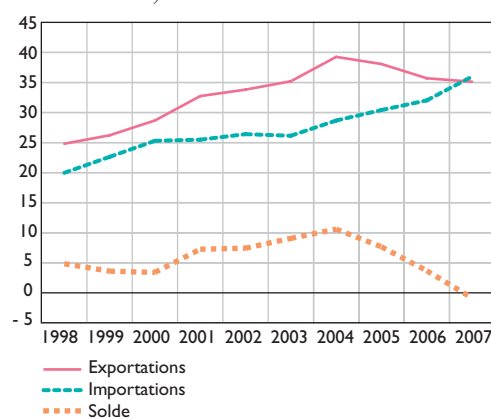
	2005	2006	2007	2007/ 2006
Solde total	- 22,7	- 28,2	- 39,2	- 10,9
dont :				
Agroalimentaire	7,6	8,7	9,0	0,3
Biens de consommation	- 8,5	- 8,4	- 10,0	- 1,6
Produits de l'industrie automobile	8,8	5,6	0,7	- 4,9
Biens d'équipement	2,0	5,6	3,3	- 2,3
Biens intermédiaires	- 7,8	- 7,6	- 12,4	- 4,8
Produits énergétiques	- 38,3	- 46,5	- 45,2	1,3

Source : DGDDI

Le solde total est exprimé en données FAB-FAB, c'est-à-dire hors coûts de transport et d'assurance pour l'importation. Les soldes sectoriels sont exprimés en données CAF-FAB (coûts de transport et d'assurance inclus).

## Véhicules automobiles

(en milliards d'euros)



Source : DGDDI



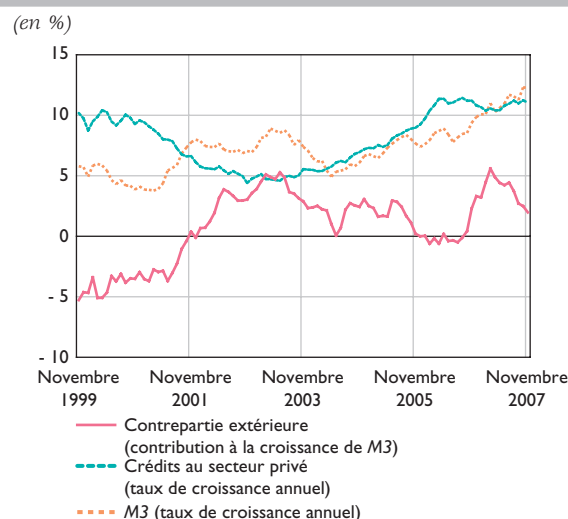
## 2| La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 n'a pas varié en novembre (12,3 %) alors que sa moyenne mobile sur trois mois a continué de se renforcer (11,9 % pour la période septembre-novembre, après 11,7 % pour août-octobre). La croissance annuelle de l'agrégat M1 s'est modérée (6,2 %, après 6,5 %), de même que celle, sensiblement plus rapide, des dépôts monétaires constitutifs de M2 - M1 (16,7 %, après 17,0 %). En revanche, l'accélération des instruments négociables s'est poursuivie (20,4 %, après 19,0 %).

Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des concours au secteur privé a légèrement fléchi (12,2 %, après 12,4 %) du fait du ralentissement des crédits au secteur privé (11,0 %, après 11,2 %) et, dans une moindre mesure, des portefeuilles de titres (19,7 %, après 19,8 %). Par ailleurs, la contribution

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



Source : BCE

de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 a sensiblement diminué (2,0 points de taux de croissance de M3, après 2,5 en octobre).

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

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

	Encours à fin novembre 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro novembre 2007
		Octobre 2007	Novembre 2007	
<b>Zone euro (b)</b>				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	618,8	8,1	7,7	
+ Dépôts à vue	3 237,2	6,2	5,9	
<b>= M1</b>	<b>3 856,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	
+ Autres dépôts monétaires	3 446,8	17,0	16,7	
<b>= M2</b>	<b>7 302,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	
+ Instruments négociables	1 310,2	19,0	20,4	
<b>= M3</b>	<b>8 613,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	
<b>Crédits au secteur privé (en données cvs)</b>	<b>10 101,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	
<b>Créances sur le secteur privé (en données cvs)</b>	<b>11 924,2</b>	<b>12,4</b>	<b>12,2</b>	
<b>FRANCE</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	458,2	6,4	4,3	14,2
Comptes sur livret	427,5	5,0	4,7	28,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	122,4	84,8	91,6	6,4
Titres d'OPCVM monétaires	351,5	5,1	3,0	50,5
Titres de créance ≤ 2 ans	137,3	51,3	61,1	44,3
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 732,6</b>	<b>13,0</b>	<b>13,7</b>	<b>17,2</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

Source : BCE et Banque de France

En France, l'essor des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans s'est poursuivi (91,6 %, après 84,8 %), en contraste avec le ralentissement des dépôts à vue (4,3 %, après 6,4 % en octobre), des comptes sur livret (4,7 %, après 5,0 %) et des titres d'OPCVM monétaires (3,0 %, après 5,1 %).

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

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a très légèrement fléchi en novembre (9,2 %, après 9,3 %). La décélération de l'endettement des administrations publiques (4,5 %, après 5,2 %) et celle, moins marquée, de la dette des ménages (10,9 %, après 11,0 %) l'ont emporté sur le renforcement de la croissance de l'endettement des sociétés non financières (12,2 %, après 12,0 %).

### Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2006	Octobre 2007	Novembre 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>
Sociétés non financières	9,3	12,0	12,2
Ménages	11,9	11,0	10,9
Administrations publiques	3,3	5,2	4,5

Le taux de croissance annuel des crédits consentis aux agents non financiers résidents par les institutions financières résidentes a quelque peu augmenté (11,4 %, après 11,2 %). L'accélération des crédits aux sociétés non financières (12,6 %, après 11,7 %) a été partiellement compensée par la moindre croissance des crédits aux administrations publiques (9,5 %, après 10,4 %) et de ceux consentis aux ménages (10,9 %, après 11,0 %).

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

(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2006	Octobre 2007	Novembre 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	11,1	11,2	11,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents (a)	16,1	19,3	19,4
Financements de marché	1,5	4,0	3,2

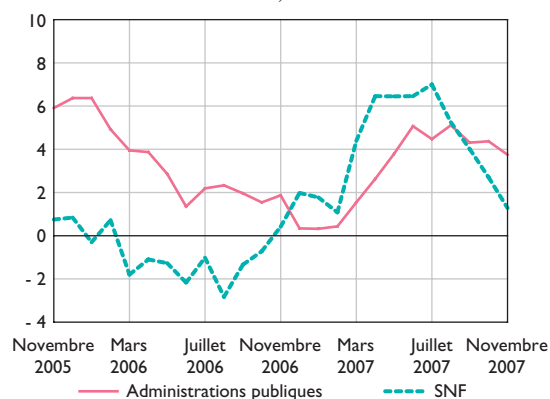
(a) Données provisoires

## 2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a continué à baisser (3,2 %, après 4,0 %). Le ralentissement a été plus marqué pour la dette négociable des sociétés non financières (1,3 %, après 2,7 %) que pour celle des administrations publiques (3,8 %, après 4,4 %).

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

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

## 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 augmenté en novembre (13,5 %, après 13,0 % en octobre) du fait de l'accélération des crédits au secteur privé (13,9 %, après 13,2 %), alors que la croissance des crédits consentis aux administrations publiques s'est modérée (10,0 %, après 10,9 %).

Le taux de croissance annuel de l'ensemble des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) a très légèrement diminué en novembre (11,0 %, après 11,1 %) en dépit d'une petite accélération des crédits de trésorerie (4,4 %, après 4,2 %) et du maintien du rythme de progression des crédits à l'habitat (13,3 %). En revanche, la croissance des crédits aux sociétés non financières s'est nettement renforcée (13,2 %, après 12,3 %) du fait notamment de la poussée des crédits de trésorerie (15,9 %, après 15,0 %), le

**Crédits par agents et par objets**

(taux de croissance annuel en %)

	Nov. 2006	Oct. 2007	Nov. 2007
<b>Crédits des IFM (a)</b>	<b>12,1</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>
aux APU	11,6	10,9	10,0
au secteur privé	12,2	13,2	13,9
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,2	11,1	11,0
dont : Trésorerie	6,5	4,2	4,4
Habitat	15,7	13,3	13,3
Crédits des EC aux SNF	11,0	12,3	13,2
dont : Trésorerie	12,4	15,0	15,9
Investissement	10,7	10,6	10,6
Crédits des EC			
au secteur financier	22,7	30,7	35,0
dont : Clientèle financière	19,6	28,5	35,4
Assurances	31,6	35,3	33,9

(a) Hors crédits FCC

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

rythme de progression des crédits à l'investissement (10,6 %) n'ayant pas varié. Le taux de croissance des crédits au secteur financier a quant à lui fortement augmenté (35,0 %, après 30,7 %).

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

Le taux d'intérêt moyen a continué à augmenter en novembre pour les crédits nouveaux aux ménages (5,85 %, après 5,77 %) alors qu'il est resté inchangé, à 5,08 %, pour ceux consentis aux sociétés non financières.

- Du côté des ménages, la hausse des taux a concerné toutes les catégories de concours : elle a été un peu moins marquée pour les crédits à l'habitat de période de fixation initiale du taux (PFIT) inférieure à un an (4,82 %, après 4,78 %) que pour ceux de PFIT supérieure (4,63 %, après 4,55 %) et pour les crédits à la consommation (7,03 %, après 6,95 %). Par ailleurs, le taux moyen des découverts a marqué un rebond après sa baisse du mois précédent (11,25 %, après 11,14 % en octobre et 11,22 % en septembre).

- Le taux moyen des crédits consentis aux sociétés non financières n'a pas varié (5,08 %), la baisse du taux des découverts (5,39 %, après 5,44 %) ayant été compensée par la hausse des taux des crédits de PFIT supérieure à un an (4,95 %, après 4,93 %) et de PFIT inférieure (5,13 %, après 5,12 %).

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

Appréciables en cumul sur douze mois à fin novembre, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM ont diminué, devenant négatifs pour l'ensemble des catégories suivies. La plus grosse part des rachats nets concerne les titres d'OPCVM « monétaires », « obligations » et « diversifiés », les fonds de cette dernière catégorie enregistrant une baisse de leurs flux de collecte particulièrement importante par rapport à l'année 2006.

**Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM**

(flux sur 12 mois/encours, en %)

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

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

## ENCADRÉ 4

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

#### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin Déc. 2007
	Année 2006	Déc. 06 à Nov. 07	Jan. 07 à Déc. 07	Déc. 07	Déc. 06 à Nov. 07	Jan. 07 à Déc. 07	Déc. 07	
Sociétés non financières	- 14,8	- 6,4	- 5,8	0,0	2,8	2,8	0,0	54,6
État	14,8	25,6	25,9	- 0,4	60,6	60,6	0,0	629,9
Autres administrations publiques	- 4,0	- 4,3	- 4,3	0,0	0,1	0,0	0,0	32,9
Institutions financières monétaires	- 2,1	- 2,3	- 1,3	1,0	11,5	11,7	1,9	117,2
Institutions financières non monétaires	- 1,1	- 0,2	- 1,1	- 0,4	0,8	0,4	0,1	24,4
<b>Total</b>	<b>- 7,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,3</b>	<b>0,2</b>	<b>75,8</b>	<b>75,4</b>	<b>2,0</b>	<b>859,0</b>

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de décembre 2007 s'est établi à 2,0 milliards d'euros, après 6,9 milliards d'euros le mois précédent.

Compte tenu des remboursements intervenus sur la période, les émissions nettes ont représenté 0,2 milliard soit un montant cumulé de 13,3 milliards sur l'année 2007.

Au cours du mois sous revue, l'Agence France Trésor a procédé à de faibles remboursements. Pour l'année 2007, le montant des émissions obligataires de l'État a atteint 62,3 milliards d'euros, soit un peu moins que l'année précédente (62,8).

### 3 | Les marchés de capitaux

Le mois de décembre a été marqué par une diminution des inquiétudes quant au contexte macroéconomique américain et à la situation financière du système bancaire, démentie dès le début du mois de janvier. L'intervention concertée des principales banques centrales sur le marché monétaire a permis de bonnes conditions de liquidité sur le marché monétaire, y compris lors du passage de fin d'année. Dans ce contexte ont été observés :

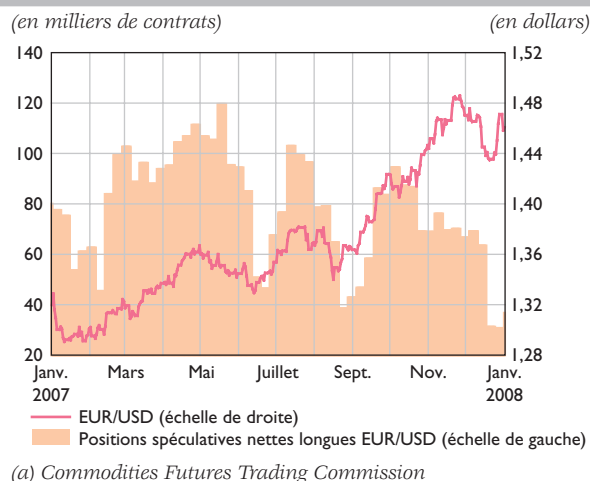
- une stabilité des principales devises à l'exception de la livre sterling ;
- un net assouplissement des tensions sur les marchés monétaires ;
- une augmentation des rendements obligataires en zone euro et aux États-Unis ;
- une stabilité des indices boursiers européens et américains et une baisse au Japon.

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

Les principales paires de devises ont connu des variations limitées en décembre. Néanmoins, les volatilités implicites ont continué de subir des variations divergentes : si la volatilité implicite à 1 mois sur l'EUR/JPY a diminué de 14,8 % en novembre à 11,3 % en décembre, elle est restée stable à environ 9 % sur l'EUR/USD.

Le dollar a bénéficié de l'apaisement des tensions sur les marchés en décembre. Si l'euro a cédé 0,5 % contre dollar sur le mois, à 1,459 dollars le 31 décembre, la révision à la hausse des anticipations sur le futur taux directeur de la BCE a soutenu l'euro dans la seconde partie du mois. En décembre, le dollar a également progressé de 0,8 % contre yen pour atteindre 111,3 yens le 31 décembre. Le léger reflux de l'aversion au risque en décembre et les perspectives incertaines de l'économie japonaise ont pesé sur le yen. Le renouvellement des stratégies

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



de portage financées en yen a également favorisé le léger recul de la devise japonaise. Sur l'ensemble de l'année, l'euro et le yen se sont appréciés de respectivement 10,5 % et 6,5 % contre dollar.

De façon plus notable, la livre sterling a cédé 3,9 %, à 1,98 contre le dollar mais aussi 3,5 % contre l'euro à 0,7349 le 31 décembre, les participants de marché anticipant une dégradation du contexte économique britannique et la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre. Au total, sur l'ensemble de l'année 2007, l'euro s'est apprécié de 9 % contre la livre britannique.

On a aussi observé une poursuite de la progression des cours de l'or en décembre (+ 5,7 %) à 836,6 dollars l'once le 31 décembre 2007, portant l'augmentation sur l'ensemble de l'année à 31 %.

Les prix du pétrole ont également fortement monté, de 89 à 98 dollars le baril pour la référence WTI, soit une hausse de 7,5 % sur la période. Le recul des stocks de pétrole aux États-Unis, l'incendie d'un oléoduc au Nigéria et l'instabilité politique au Pakistan ont contribué à la hausse des cours du brut sur des niveaux sans précédent historique. Sur l'ensemble de l'année le cours du pétrole a augmenté de 64 %.

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

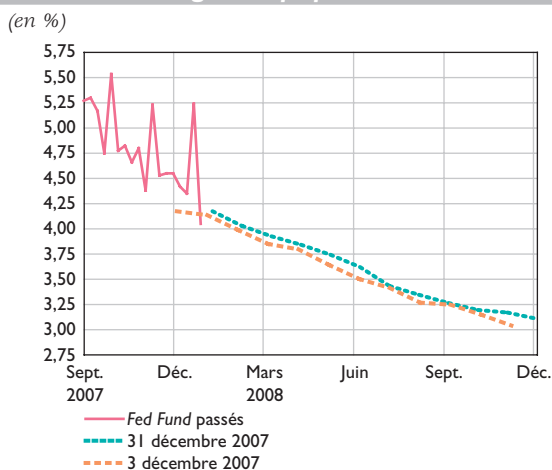
### États-Unis

Comme anticipé, le Système fédéral de réserve a abaissé de 25 points de base, à 4,25 %, le taux des fonds fédéraux au cours de la réunion du FOMC du 11 décembre. Les anticipations d'évolution de la politique monétaire américaine sont restées stables en décembre, avec un taux directeur anticipé à l'horizon décembre 2008 proche de 3,00 %.

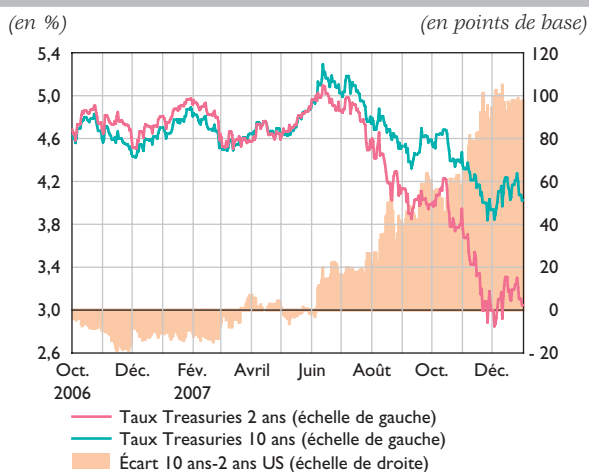
L'annonce le 12 décembre de la mise en place d'une action d'injection de liquidités en dollar coordonnée entre le Système fédéral de réserve, la BCE et la Banque nationale suisse, a permis d'apaiser les tensions sur le marché monétaire au comptant en dollar. À la suite de cette annonce, et compte tenu de l'évanouissement progressif de la prime liée au passage de fin d'année, les taux au comptant se sont fortement détendus (- 43 points de base, à 4,70 %, sur le taux Libor USD 3 mois en fin de période). L'écart entre les taux interbancaires au comptant et les taux de *swaps* OIS en dollar s'est également nettement réduit, passant sur la maturité 3 mois de 102 points de base le 11 décembre à 65 points de base le 31 décembre.

*A contrario*, les rendements obligataires américains à 2 et 10 ans se sont tendus en décembre, de respectivement 17 points de base, à 3,08 %, et 16 points de base, à 4,07 %, laissant la pente inchangée sur ce segment de la courbe. La hausse des rendements nominaux des titres du Trésor américain

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



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

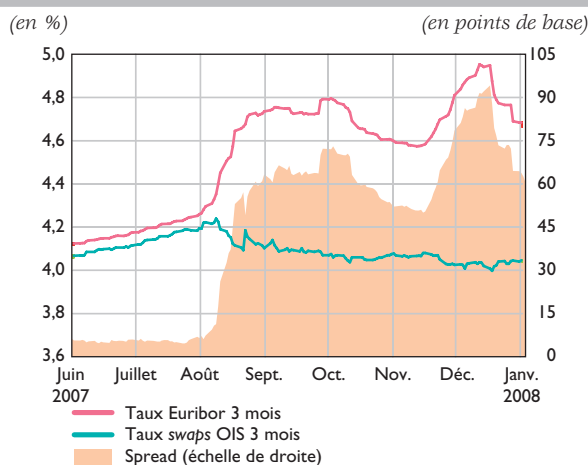


a reflété la hausse des taux réels : le taux réel offert par l'obligation du Trésor américain indexée sur l'inflation janvier 2017 a augmenté de 15 points de base, à 1,70 % en décembre. Dans le même temps, les anticipations d'inflation telles que reflétées par le point mort d'inflation à horizon janvier 2017 sont restées quasiment stables à 2,31 %.

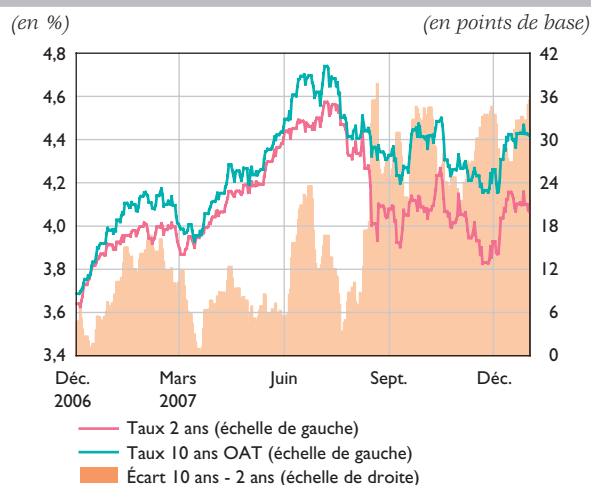
### Zone euro

Les injections massives de liquidités de la BCE ont permis de maintenir le taux Eonia dans une zone stable à proximité de sa cible (3,89 % en moyenne en décembre). On notera en particulier l'annonce puis l'allocation d'un appel d'offre hebdomadaire d'une durée exceptionnelle de 2 semaines (de maturité 4 janvier 2008 permettant de couvrir le passage de fin d'année). De plus, l'assurance donnée par la BCE de servir l'ensemble des soumissions sur un taux égal ou supérieur à 4,21 % a permis une très nette détente du marché monétaire, y compris sur le passage de fin d'année ; elle s'est traduite par une injection record de liquidités de 348,6 milliards d'euros, soit 168 milliards d'euros de plus que le montant théorique neutre, à ce taux unique de 4,21 %. Enfin, l'annonce de la mise en place de l'allocation concertée de liquidités en dollar a également pu contribuer à la détente des taux monétaires interbancaires au comptant en euro sur le terme (sur les maturités 1 et 3 mois, de respectivement - 53 et - 13 points de base à 4,28 et 4,68 %). Les écarts entre taux monétaires au comptant en euro et taux de *swaps* Eonia se sont ainsi réduits, baissant de 81 à 64 points de base sur une maturité 3 mois.

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



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



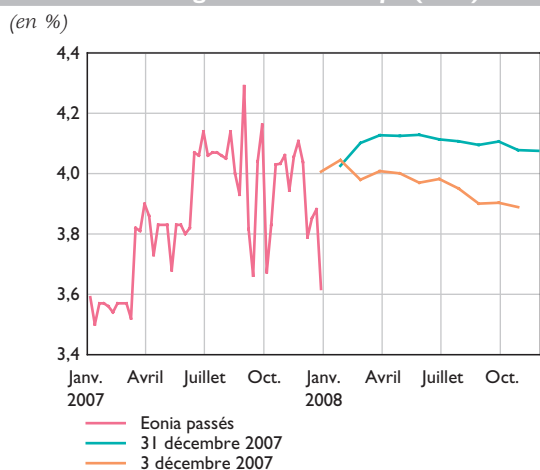
À l'inverse les taux monétaires anticipés se sont tendus. Les anticipations sur le futur taux directeur de la BCE ont été légèrement revues à la hausse, une probabilité de 25 % d'une hausse de taux de 25 points de base à l'horizon de fin 2008 apparaissant.

Dans le sillage des taux monétaires anticipés, les rendements obligataires de la zone euro se sont tendus en décembre (pour les rendements souverains français à 2 et 10 ans, de respectivement 20 et 17 points de base à 4,10 % et à 4,42 %).

Cette hausse des rendements nominaux obligataires a reflété exclusivement une hausse des taux réels, les anticipations d'inflation à long terme étant restées stables (à 2,20 % pour le point mort d'inflation zone euro sur un horizon 2017). *A contrario*, le taux d'intérêt réel de l'OAT indexée sur l'inflation zone euro de maturité 2017 s'est tendu de 22 points de base, à 2,16 %.

Les tensions sur les marchés de crédit sont restées vives sur la période : si les *swap spreads* ont légèrement diminué (-11 et - 8 points de base à respectivement 73 et 44 points de base pour la maturité 5 ans aux États-Unis et en zone euro), les primes de crédit sur les émissions obligataires des sociétés privées notées BBB en dollar et en euro ont continué de s'élargir de respectivement 8 et 6 points de base, à 241 et 158 points de base.

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



### Royaume-Uni

Comme largement anticipé, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 5,50 %. La pente de la courbe des rendements obligataires entre les maturités 2 et 10 ans s'est pentifiée, la baisse des rendements à 2 ans (- 17 points de base, à 4,39 %) étant plus prononcée que celle des rendements à 10 ans (- 11 points de base, à 4,62 %). Par ailleurs, les injections de liquidités de la Banque d'Angleterre ont permis une détente de la prime du Libor GBP 3 mois contre *swap* OIS de même maturité, de 97 à 58 points de base sur le mois.

### 3 | 3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers internationaux ont affiché des performances mitigées en décembre : l'indice Nikkei a connu le recul le plus marqué (- 2,4 %), alors que les marchés européens et américains sont restés quasiment stables. Seul l'indice allemand DAX (+ 2,9 %) a connu une progression notable confirmant sa surperformance sur l'ensemble de l'année 2007 de + 20,6 %, contre + 0,1 % pour le CAC. Il a été soutenu tant par la croissance des profits des sociétés du DAX que par la pondération limitée du secteur financier dans la composition de l'indice.

Sur l'ensemble des places, les secteurs du pétrole et des matières premières ont connu les hausses les plus sensibles, alors que les secteurs bancaire et immobilier ont poursuivi leur repli. Les secteurs de l'industrie automobile et des transports ont par ailleurs été pénalisés par la hausse des prix du pétrole et les craintes d'un ralentissement économique mondial.

#### Indices boursiers

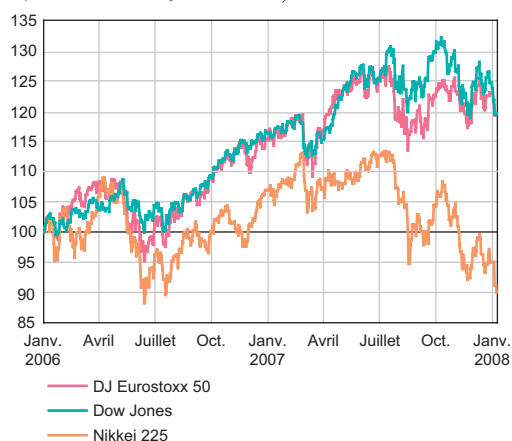
(variation en %)

	2007		
	Niveau au 31 décembre	Variation par rapport au 30 novembre	Variation par rapport au 3 janvier
CAC 40	5 614,1	- 1,0	+ 0,1
DAX	8 067,3	+ 2,9	+ 20,6
DJ EuroStoxx 50	4 399,7	+ 0,1	+ 5,1
FTSE	6 456,9	+ 0,4	+ 2,2
Nasdaq	2 652,3	- 0,3	+ 9,5
Dow Jones	13 264,8	- 0,8	+ 6,3
Nikkei	15 307,8	- 2,4	- 11,1

La volatilité des principaux indices boursiers, notamment le S&P 500 et le DAX, bien qu'en légère baisse, est restée à des niveaux élevés en décembre, à respectivement 22,5 % et 16,4 % le 31 décembre.

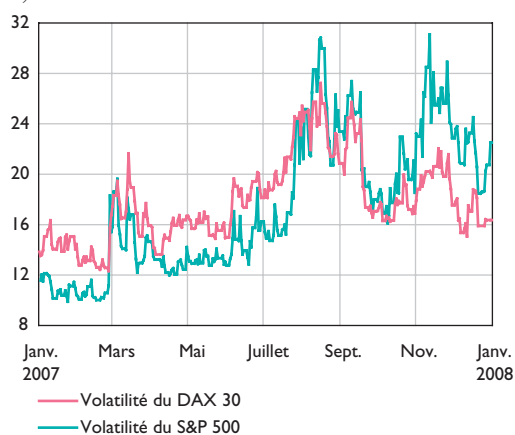
#### Performance des bourses en zone euro, aux États-Unis et au Japon

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



#### Volatilité implicite à 1 mois des indices DAX et S&P500

(en %)





ENCADRÉ 5

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

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	2007			
	Décembre		Moyenne année	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	348,6	71	376,1	69
Pensions à taux fixe	75,5	15	144,6	26
Pensions à taux variable	273,1	55	231,4	43
BTAN	106,2	21	118,0	22
Pensions à taux fixe	26,6	5	39,5	8
Pensions à taux variable	79,6	16	78,5	14
BTF	39,4	8	49,8	9
Pensions à taux fixe	5,2	1	10,0	2
Pensions à taux variable	34,2	7	39,8	7
<b>TOTAL</b>	<b>494,2</b>	<b>100</b>	<b>543,9</b>	<b>100</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>107,3</b>	<b>22</b>	<b>194,2</b>	<b>35</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>386,9</b>	<b>78</b>	<b>349,7</b>	<b>65</b>

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	2007		Variation
	31 décembre	3 décembre	
1 mois	3,75	3,95	- 20
3 mois	3,75	3,92	- 17
6 mois	4,00	3,97	+ 3
12 mois	4,10	4,06	+ 4
2 ans	4,07	3,94	+ 13
5 ans	4,18	3,94	+ 24



<b>TARGET2 et l'intégration financière européenne</b> <b>Yvon LUCAS</b> <i>Direction des Systèmes de paiement et des infrastructures de marché</i>	23
<b>TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement</b> <b>Vincent BONNIER</b> <i>Direction du projet TARGET2</i>	31
<b>Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ?</b> <b>Christian PFISTER</b> <i>Direction de la Recherche</i>	37
<b>Entre concurrence et efficacité : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper.</b> <b>Bénédicte DOUMAYROU</b> <i>Autorité des Marchés financiers</i> <i>Direction de la Régulation et des Affaires internationales</i>	49
<b>Évolutions récentes du crédit aux ménages en France</b> <b>Julien DEMUYNCK et Tatiana MOSQUERA-YON</b> <i>Direction des Études et Statistiques monétaires</i> <i>Service des Analyses et Statistiques monétaires</i> <b>Anne DUQUERROY</b> <i>Direction des Études et Statistiques monétaires</i> <i>Service d'Ingénierie et de coordination statistique</i>	61



# TARGET2 et l'intégration financière européenne

---

**Yvon LUCAS**

*Direction des Systèmes de Paiement et des Infrastructures de Marché*

*La deuxième génération du système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, dénommé TARGET2, a démarré avec succès le 19 novembre 2007. Ce nouveau système vise à doter les marchés monétaire et financiers de l'euro des dispositifs les plus efficaces et les plus sûrs pour l'exécution des paiements de montant élevé. TARGET2 repose sur une plate-forme unique partagée, la SSP (Single Shared Platform), qui assure la gestion technique des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales participantes.*

*Après avoir présenté les principales caractéristiques de TARGET2, le présent article analyse les conséquences de la mise en œuvre de ce système sur la gestion de la liquidité, l'organisation des établissements et, d'une manière générale, l'intégration financière européenne.*

Mots-clés : Intégration financière, liquidité, liquidité intrajournalière, système de paiement, TARGET, TARGET2

Codes JEL : G14, G15

## I | De TARGET à TARGET2

TARGET, le système de paiement de montant élevé en euro mis en œuvre et géré par l'Eurosystème, est né avec l'Union économique et monétaire (UEM) le 4 janvier 1999. Deux objectifs fondamentaux avaient été assignés au système :

- d'une part, servir de « vecteur de transmission » à la politique monétaire unique de l'Eurosystème. L'égalisation des taux d'intérêt du marché monétaire sur les diverses places financières de l'euro impliquait en effet de disposer d'un système permettant d'effectuer en temps réel le règlement des opérations de marché sur l'ensemble de la zone euro ;
- d'autre part, contribuer à renforcer la sécurité des règlements de montant élevé grâce à un fonctionnement en mode « RTGS » (*Real-Time Gross Settlement*), c'est-à-dire opération par opération avec finalité immédiate.

TARGET a pleinement atteint ces deux objectifs et joue un rôle central et essentiel à l'égard du système financier de la zone euro. Il a traité en 2006 en moyenne 360 000 paiements par jour, pour un montant de 2 300 milliards d'euros (soit 90 % en valeur et 60 % en nombre des paiements de montant élevé de la zone euro), ce qui en fait l'un des plus importants systèmes mondiaux avec CLS (*Continuous Linked Settlement*, système international de règlement multi-devises des opérations de change) et FEDWIRE (le système RTGS du Système fédéral de réserve des États-Unis). TARGET est devenu la référence en termes de rapidité, de fiabilité et de service.

Néanmoins, l'organisation qui avait été retenue lors de la conception de TARGET comportait un certain nombre d'inconvénients. En particulier, le système reposait sur 16 plates-formes nationales reliées entre elles par un dispositif d'interconnexion (*"Interlinking"*). Cette organisation était sous-optimale au plan des performances, des coûts et de la stabilité de fonctionnement. De plus, la nécessité, dans le cadre européen, de tendre vers une harmonisation maximale des caractéristiques du système et de ses conditions d'utilisation, s'accommodait mal du maintien de plusieurs plates-formes de paiement présentant des caractéristiques spécifiques.

Ce constat a conduit le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) à adopter, en

octobre 2002, les grands principes d'organisation de TARGET2. La principale innovation a consisté à faire le choix d'une plate-forme unique partagée, la SSP (*Single Shared Platform*), qui assure la gestion technique des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales participantes. Outre que ce type d'organisation est le mieux à même de garantir une harmonisation aussi élevée que possible des services offerts, il permet de limiter de façon importante les coûts d'investissement et de fonctionnement.

Par ailleurs, compte tenu de l'importance de TARGET vis-à-vis du système financier de la zone euro, il a été décidé de doter la plate-forme unique des dispositifs à l'état de l'art en matière de robustesse et de continuité opérationnelle (*"business continuity"*). À cet effet, l'architecture technique de la SSP repose sur trois « régions », chacune comportant elle-même deux sites distincts permettant, en cas d'incident, un redémarrage quasi immédiat.

Enfin, compte tenu de l'ampleur des travaux à réaliser pour procéder à la migration de tous les pays européens concernés et pour limiter le risque opérationnel correspondant, la migration au nouveau système se fait en trois vagues successives espacées de trois mois. Après la migration le 19 novembre 2007 des pays de la première vague, celle des pays de la deuxième vague — dont fait partie la France — interviendra le 18 février 2008, les pays de la dernière vague devant migrer le 19 mai 2008.

## 2 | La liquidité intrajournalière en monnaie de banque centrale

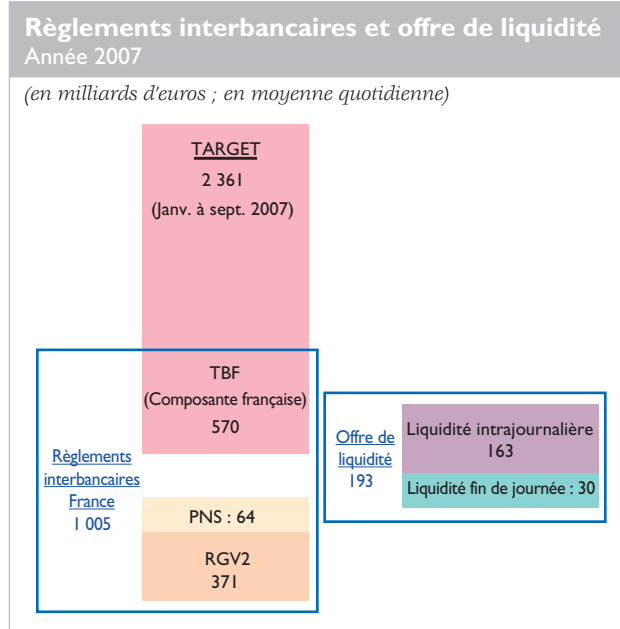
### 2 | I La demande et l'offre de liquidité

Le bon fonctionnement de TARGET, comme d'une manière générale de tous les systèmes de type RTGS qui reposent sur des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales, nécessite que les participants disposent à tout moment de la journée de la liquidité qui leur est nécessaire pour que les paiements qu'ils émettent soient réglés dans des délais normaux. La liquidité d'un participant au système est constituée du solde de son ou de ses comptes en début de journée, de la balance entre le montant des paiements reçus et émis et, enfin, des crédits intrajournaliers qu'il peut obtenir.

Parallèlement à la consolidation et à la globalisation des marchés financiers, l'accroissement de la valeur des paiements réalisés dans les systèmes de paiement et de règlement a été très important ces dernières années. Il en a résulté que **la demande de liquidité intrajournalière**, nécessaire pour exécuter ces règlements est importante, notamment par rapport à la demande de liquidité de fin de journée ou pour des horizons de temps plus longs. Le remplacement dans de nombreux pays – notamment en Europe –, pour les paiements de montant élevé et le règlement-livraison de titres, de la plupart des systèmes à règlement net par des systèmes à règlement brut plus consommateurs de liquidité<sup>1</sup> a également contribué de façon significative à l'augmentation de la demande de liquidité.

La demande de liquidité varie selon la période de la journée avec une concentration à certains moments, comme par exemple lorsqu'une infrastructure de marché importante demande à effectuer ses règlements par l'intermédiaire du système RTGS. C'est en particulier le cas du système CLS, pour lequel ont été établies des fenêtres de règlement impératives dans la journée, ou encore pour le règlement des appels de marge au profit des chambres de compensation d'instruments financiers.

En ce qui concerne **l'offre de liquidité intrajournalière**, elle provient pour l'essentiel<sup>2</sup> des crédits consentis par l'Eurosystème aux participants à TARGET. Ces crédits, sans taux d'intérêt ni facturation, sont toujours garantis par un apport de collatéral de bonne qualité. La seule limite de ces crédits intrajournaliers réside dans la valeur du stock de garanties (« collatéral ») dont les établissements disposent à un moment donné pour garantir leurs opérations avec la banque centrale, contrairement aux crédits qui sont mis en place par l'Eurosystème dans le cadre des appels d'offre, dont les montants sont limités. De par leurs caractéristiques et en raison de l'ampleur et de la diversité des garanties acceptées par l'Eurosystème, les crédits intrajournaliers constituent un puissant facteur de stabilité et ils contribuent fortement à la bonne exécution des règlements dans TARGET. Comme l'atteste le schéma ci-après du montant des règlements effectués en 2007 et de



l'offre de liquidité, le crédit intrajournalier accordé par la Banque de France à ses contreparties est important et il est en moyenne cinq fois supérieur au crédit de fin de journée ou pour des horizons de temps plus longs.

Compte tenu de l'importance de la liquidité pour la bonne exécution des paiements de montant élevé, les dispositifs de gestion de la liquidité dont a été doté TARGET2 ont fait l'objet d'une attention toute particulière avec l'objectif de mettre à la disposition des établissements participants les mécanismes les plus performants existant actuellement dans ce domaine.

## 2 | 2 La gestion de la liquidité dans TARGET2

Lors de la conception de TARGET2, les banques européennes ont insisté sur l'importance du choix de mécanismes de gestion de la liquidité efficaces et facilement utilisables, afin de limiter la quantité de liquidité nécessaire au règlement d'un certain montant de paiements ou optimiser l'usage de la liquidité disponible à un instant donné.

<sup>1</sup> Pour un même montant de paiements à régler, un système à règlement brut consomme une quantité de liquidité sensiblement plus importante qu'un système à règlement net fonctionnant selon un principe de compensation : on observe en effet que la compensation multilatérale réduit de façon très importante, jusqu'à 90 %, le montant des obligations des participants et par conséquent du montant total des paiements à effectuer. Toutefois, l'inconvénient des systèmes de compensation est le risque de règlement plus élevé qu'ils impliquent, en particulier parce que le caractère définitif du règlement n'est pas acquis immédiatement, mais tardivement dans la journée.

<sup>2</sup> En raison du faible développement en Europe du marché intrajournalier interbancaire des dépôts en banque centrale

Dans le cadre de l'organisation décentralisée qui caractérisait la première génération du système TARGET, les banques ayant une implantation ou des activités dans plusieurs pays européens devaient maintenir des relations de compte avec chacune des banques centrales des pays concernés. Le fait que TARGET2 repose sur une plate-forme technique commune, la SSP, permet désormais aux établissements ayant des implantations dans plusieurs pays européens de maintenir des relations de compte avec la (ou les) banque(s) centrale(s) de leur choix et de suivre leur trésorerie sur une base consolidée et en temps réel à partir d'un point unique. Ce ou ces comptes peuvent être utilisés pour régler les soldes en provenance de tous les systèmes dits « exogènes » (systèmes de paiement ou de règlement de titres) auxquels ils participent, quel que soit le pays dans lequel ces systèmes sont installés. Ce changement majeur par rapport à l'organisation antérieure, offre aux banques la possibilité de gérer leur activité ainsi que celle de leurs filiales ou succursales à partir d'un point unique leur permettant ainsi d'optimiser l'organisation de leurs *back-offices*, de centraliser la gestion de leur liquidité et, partant, d'en optimiser l'usage.

Par ailleurs, l'outil de pilotage mis à la disposition des participants à TARGET2, l'ICM (*Information and Control Module*), permet d'obtenir en temps réel et de façon interactive un grand nombre d'informations, notamment sur leur liquidité dans le système, le statut des paiements émis et reçus (réglés ou en file d'attente) et ils peuvent consulter à tout moment les files d'attente les concernant.

Pour les établissements qui font le choix de disposer de plusieurs comptes (que ce soit auprès d'une ou de plusieurs banques centrales), TARGET2 offre un service de "*liquidity pooling*" permettant de grouper ces comptes au sein d'un « compte virtuel ». Le règlement d'une opération sur l'un quelconque des comptes appartenant au groupe de comptes peut intervenir sur un compte présentant une liquidité négative, dès lors que le solde du compte virtuel (cumul des soldes des comptes individuels) le permet. Ce dispositif présente l'avantage pour un établissement d'assurer à tout moment la consolidation de la liquidité présente sur l'ensemble de ses comptes et d'en simplifier la gestion.

Par ailleurs, TARGET2 a été doté d'un ensemble d'algorithmes d'optimisation qui ont pour objectif d'améliorer les performances par rapport à celles d'un système de type RTGS fonctionnant purement en mode brut (opération par opération). Ils permettent aux banques participantes de réduire leur besoin de liquidité tout en améliorant la rapidité du processus de règlement. Ces mécanismes reposent sur les files d'attente dans lesquelles viennent se placer les ordres de paiement reçus chaque fois que les comptes sur lesquels ces paiements doivent être réglés ne disposent pas d'une liquidité suffisante. Les algorithmes d'optimisation sont activés soit lors de l'entrée d'une nouvelle opération (algorithmes dit "*d'offsetting*"), soit de façon continue ou à l'occasion du règlement de systèmes exogènes de paiement ou de titres (cf. encadré 1).



## ENCADRÉ I

**TARGET2 : gestion de la liquidité**

Dans un RTGS, la rapidité de règlement des opérations dépend d'une part de la liquidité disponible sur les comptes des participants concernés, d'autre part de l'efficacité des mécanismes d'imputation. À cet égard, l'organisation centralisée de la plate-forme technique TARGET2 permet aux établissements ayant des implantations dans plusieurs pays de rationaliser la gestion de leur compte. De plus, ce système intègre les outils de gestion et d'optimisation de liquidité les plus performants parmi les différents RTGS actuellement en fonction.

**Le pooling de la liquidité**

Le service de liquidity pooling permet le suivi de la trésorerie sur une base consolidée et en temps réel pour l'ensemble des comptes d'un établissement. Un établissement ayant des implantations dans plusieurs pays peut ainsi piloter sa liquidité à partir d'un point unique et gérer sa trésorerie de manière centralisée.

**Les priorités**

En fonction de leur criticité, les paiements à régler peuvent se voir affecter l'un des trois niveaux de priorité disponibles : très urgent, urgent et normal. Un paiement très urgent est prioritaire par rapport aux autres catégories de paiement, indépendamment de son heure d'entrée dans le système. Chaque niveau de priorité est assorti d'une possibilité de réservation de liquidité et fait l'objet d'une file d'attente spécifique.

**La réservation de la liquidité**

Les participants à TARGET2 disposent de la possibilité de réserver de la liquidité pour faciliter le règlement de certaines opérations, d'une part en affectant de la liquidité selon le niveau de priorité des opérations, d'autre part en transférant des fonds sur des sous-comptes dédiés afin de garantir le règlement de certains systèmes exogènes.

**Les files d'attente**

Chaque compte dispose de trois files d'attente, chacune d'entre elles correspondant à un niveau de priorité. Les files d'attente correspondant aux paiements très urgents et urgents sont traitées suivant le principe du FIFO, alors que la file d'attente des paiements normaux suit un principe dit de « FIFO by-passing » (aménagement du principe « premier entré/premier sorti – voir ci-après). Un paiement peut toutefois faire l'objet d'une imputation immédiate dès son entrée dans le système dans le cadre des mécanismes dits d'offsetting (voir ci-après).

**Limites bilatérales et multilatérales**

Afin d'éviter des phénomènes de rétention qui pourraient aboutir à bloquer le système dans le cas où chaque participant attendrait d'avoir reçu les paiements des autres avant d'émettre ses propres paiements, TARGET2 permet de définir des limites, bilatérales ou multilatérales, en émission. Ainsi la fixation, par le participant A, d'une limite bilatérale vis-à-vis du participant B a pour effet de n'autoriser l'exécution des paiements de A vers B que si le solde net bilatéral des échanges entre A et B est inférieur ou égal à cette limite. De même, la fixation par A d'une limite multilatérale a pour effet de n'autoriser l'exécution des paiements de A que si le solde net multilatéral des échanges entre A et l'ensemble de ses contreparties (hors celles pour lesquelles une limite bilatérale a été fixée) est inférieur ou égal à cette limite.

**Les mécanismes d'optimisation**

Les mécanismes d'optimisation mis en œuvre dans TARGET2 ont pour objet de réduire les besoins de liquidité des participants tout en améliorant la fluidité des échanges. Ces processus qui sont de deux types (processus d'offsetting et processus d'optimisation proprement dits) fonctionnent en parallèle.

.../...

Les algorithmes d'offsetting sont activés lors de l'entrée d'une nouvelle opération dans le système. Ils essaient d'imputer immédiatement cette opération, en combinaison avec d'autres opérations en attente. Ainsi la réception d'un virement émis par un participant A au bénéfice d'un participant B donnera lieu à la recherche, dans la file d'attente de B, d'opérations de sens inverse (i.e. de B vers A) qui, imputées simultanément avec ce virement, permettront de réduire les besoins de liquidité de A et B.

Les algorithmes d'optimisation sont au nombre de cinq. Les trois premiers sont appliqués aux paiements placés en file d'attente (priorité normale) et sont activés en continu pendant toute la journée. Les deux derniers correspondent à des modalités d'imputation particulières pour les systèmes exogènes.

### 3 | TARGET2 et l'intégration financière européenne

TARGET2 représente une contribution déterminante de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne. Première infrastructure de marché complètement intégrée et harmonisée à l'échelon européen, TARGET2 a fait disparaître la fragmentation qui existait dans le domaine de la gestion de la liquidité en monnaie de banque centrale et de l'exécution des paiements de montant élevé. De par ses caractéristiques propres, le nouveau système a permis et suscité de profonds changements dans l'organisation des établissements de crédit ayant une activité dans plusieurs pays européens qui sont désormais en mesure de rationaliser l'organisation de leurs *back-offices* et de consolider la gestion de leur liquidité en euro. TARGET2 est largement ouvert aux établissements de crédit, comme aux systèmes exogènes. Il s'est rapidement imposé comme la référence en matière de jours de fonctionnement (le calendrier TARGET détermine celui de la plupart des marchés organisés européens) ou de plages d'ouverture dans la journée. Cela fait apparaître d'autant plus pressantes les réformes qu'il reste à accomplir dans les autres composantes de l'Europe financière. En particulier, dans le domaine de la gestion des titres et des garanties, ce que l'on appelle le post-marché, qui présente des liens structurels étroits et de fortes complémentarités avec TARGET2, des progrès importants restent à réaliser afin d'apporter des réponses au manque d'harmonisation et à la fragmentation existant actuellement.

Depuis quelques années des progrès considérables ont été accomplis au niveau national pour la modernisation et l'intégration des systèmes de règlement de titres. Ainsi, dans la plupart des pays européens il n'existe plus qu'une plate-forme pour le traitement de toutes les catégories de titres. Néanmoins, il subsiste à l'échelon européen une importante fragmentation et

un manque d'harmonisation des pratiques de marché et des règles de fonctionnement des systèmes de règlement des opérations sur titres. Cette situation a pour effet de rendre les opérations sur titres transfrontalières beaucoup plus coûteuses que les opérations domestiques. Un petit nombre d'opérations de fusion transfrontalières entre dépositaires centraux de titres (CSD, *Central Securities Depositories*) sont intervenues, en particulier la fusion au sein du groupe Euroclear des CSD français, belges, néerlandais et anglais. Ces opérations ouvrent des opportunités de rationalisation et d'harmonisation des procédures et des pratiques dans le cadre de la création de plates-formes communes (comme dans le cas du système ESES, *Euroclear Settlement of Euronext zone Securities* d'Euroclear). Mais ces progrès, qui ne concernent que quelques pays européens, sont encore insuffisants au regard de l'objectif à atteindre : une intégration aussi poussée que possible de la gestion des titres qui soit le pendant de l'intégration, désormais achevée par l'intermédiaire de TARGET2, de la gestion de la liquidité et des paiements de montant élevé.

Dans ce contexte, l'Eurosystème a proposé d'intégrer les infrastructures de post-marché européennes au sein de T2S (*TARGET2-Securities*). La décision de lancer ou non la réalisation de T2S sera prise par le Conseil des gouverneurs de la BCE à l'été 2008 à l'issue des discussions très approfondies en cours avec l'ensemble des parties intéressées sur les conditions de réalisation et les caractéristiques de ce système. Il sera constitué d'une plate-forme technique qui sera utilisée par les CSD pour le règlement de l'ensemble des titres en euro en monnaie de banque centrale. La conservation des titres continuera à être gérée directement par les CSD qui ne confieront à la plate-forme commune que le seul règlement des opérations sur titres.

Le modèle de règlement-livraison de titres sera de type « intégré », les comptes titres et les comptes espèces étant gérés par la même application dans T2S. Des

## ENCADRÉ 2

**TARGET2 : tarification des opérations**

Une tarification harmonisée a été adoptée par l'Eurosystème pour TARGET2. Elle est composée des éléments suivants :

**Tarification des services de base**

Les participants ont le choix entre deux options, la première conçue à l'intention des établissements à faible volume d'échange (option A à tarif unique), la seconde à l'intention des grands établissements (option B avec tarifs dégressifs).

Option A			€
Redevance mensuelle			100
Prix par transaction			0,80
Option B			€
Redevance mensuelle			1 250
Tranche	Volume		Prix
	De	À	
1	1	10 000	0,60
2	10 001	25 000	0,50
3	25 001	50 000	0,40
4	50 001	100 000	0,20
5	Au-dessus de	100 000	0,125

**Tarification des systèmes exogènes**

Elle est composée de trois éléments :

- une tarification fixe annuelle de 1 000 euros identique pour tous les systèmes exogènes ;
- une seconde tarification annuelle fixe allant de 5 000 à 50 000 euros en fonction de la valeur brute sous-jacente des opérations réglées dans le système exogène concerné ;
- une tarification à l'opération avec deux options (même principe que pour les établissements de crédit mais avec des tarifs différents).

**Tarification des types d'accès**

Type de participation	Frais fixes mensuels par compte/BIC
Participation directe	100 ou 1 250 euros (selon l'option choisie)
Multi-addressee access	80 euros par BIC addressee en supplément du BIC du compte du participant direct
Comptes PM non publiés	30 euros par BIC non publié dans le TARGET2 Directory s'ajoutant aux frais mensuels liés à la participation directe

De surcroît, l'Eurosystème prélèvera en une fois auprès des participants directs 20 euros pour l'enregistrement d'un participant indirect et 5 euros pour l'enregistrement d'un BIC adressable.

**Tarification de la fonctionnalité "Liquidity pooling"**

Deux variantes de cette fonctionnalité sont proposées :

- l'information consolidée (information en temps réel sur le niveau de liquidité de l'ensemble des entités d'un groupe de comptes) : 1 200 euros par an et par compte ;
- le compte virtuel (règlement d'un ordre de paiement sur la base du solde consolidé du groupe de comptes) : 2 400 euros par an et par compte.

transferts de liquidité seront effectués plusieurs fois par jour, notamment en début et en fin de journée, entre les comptes espèces de TARGET2 et ceux de T2S de façon à apporter à ce dernier système la liquidité nécessaire au règlement des titres. Au plan technique, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en mars 2007 que T2S sera développé et géré au sein de l'Eurosystème sur la plate-forme TARGET2, afin de tirer pleinement partie des synergies. Une telle solution permettrait de réaliser des économies de coût importantes tout en bénéficiant du dispositif très élaboré mis en place dans le cadre de TARGET2 pour assurer la robustesse et la continuité opérationnelle du système.

La consolidation de ces opérations au sein d'une plate-forme commune présente un grand nombre d'avantages vis-à-vis de l'intégration financière européenne. Tout d'abord le recours à une même plate-forme de règlement devrait, comme cela a été constaté avec TARGET2, permettre d'abaisser

considérablement le coût des opérations. De plus, l'ensemble des titres se trouvant sur la plate-forme, quel que soit le pays dans lequel ils ont été émis à l'origine, il n'y aura plus de différence entre le coût des opérations transfrontalières et celui des opérations domestiques. Enfin, T2S devrait fortement inciter à l'harmonisation des pratiques de marché dans ce domaine.

Par ailleurs, l'Eurosystème a décidé en mars 2007 de revoir ses procédures de gestion des garanties qui lui sont remises en contrepartie de ses opérations de crédit au titre de la politique monétaire ou de la fourniture de liquidité intrajournalière. Ce projet dénommé CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*) devrait permettre d'accroître de façon importante l'efficacité de ces procédures et de les harmoniser. La mise en place de ce nouveau dispositif sera facilitée par T2S qui simplifiera notamment l'utilisation transfrontalière des titres.

*TARGET2, dont la conception a bénéficié des progrès qui sont intervenus ces dernières années dans le domaine du règlement des ordres de paiement de montant élevé, constitue à n'en pas douter un puissant facteur d'intégration du domaine bancaire et financier européen. Le haut niveau d'harmonisation retenu, la centralisation de l'organisation technique et l'existence d'un « moteur de règlement » unique et très performant, constituent autant d'éléments de nature à favoriser une réorganisation en profondeur de la gestion par les banques de leur trésorerie en monnaie de banque centrale, évolution qui est déjà largement amorcée. Il apporte une contribution majeure à l'intégration des marchés financiers européens en mettant à la disposition de ses utilisateurs une infrastructure de paiements couvrant l'ensemble de la zone euro.*

*Tirant parti de l'expérience acquise dans le développement et la gestion de TARGET2, l'Eurosystème travaille à la mise en œuvre de nouvelles solutions intégrées dans le domaine des systèmes de règlement de titres (T2S) et celui de la gestion des garanties (CCBM2). TARGET2 apparaît ainsi comme un élément déclencheur mais aussi comme un facilitateur des initiatives prises par l'Eurosystème pour favoriser l'intégration de l'Europe financière. Les synergies et les interdépendances entre ces trois projets sont évidentes. Une fois mis en œuvre, ils permettront aux participants de marché de disposer d'un large ensemble de services intégrés et harmonisés couvrant les paiements de montant élevé, les règlements de titres, ainsi que la gestion de la liquidité et du collatéral.*

# TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement

---

**Vincent BONNIER**  
*Direction du projet TARGET2*

*Le système TARGET2 a démarré avec succès le 19 novembre 2007. En complément de l'article « TARGET2 et l'intégration financière européenne », le présent article donne un coup de projecteur sur le système d'aide à la décision qui fait partie intégrante de TARGET2. Le système offre aux banques centrales participantes des services et outils communs, puissants et à l'état de l'art, qui leur permettent d'exercer avec la meilleure efficacité leur rôle d'interlocuteur opérationnel de « leurs » participants à TARGET2 et de surveillance (oversight) du système, contribuant ainsi à l'harmonisation des pratiques des banques centrales du SEBC et, partant, à l'intégration financière européenne. La conception et le développement ont été confiés à la Banque de France qui en assure également la gestion opérationnelle.*

Mots-clés : système d'aide à la décision, système de paiement, TARGET, TARGET2,

Codes JEL : G14, G15

**T**ARGET2 repose sur une plate-forme technique commune (*Single Shared Platform – SSP*) construite et gérée, pour compte commun de l'ensemble des banques centrales du SEBC, par un groupe de trois banques centrales (« 3CB ») : la Banque de France, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque d'Italie. L'architecture technique de la SSP repose sur trois « régions ».

Les deux premières régions, gérées respectivement par la Banque d'Italie et la Banque fédérale d'Allemagne, sont conjointement en charge du *Payment and Accounting Processing Services System (PAPSS)*, correspondant aux fonctions proprement dites de règlement en temps réel.

La troisième région, gérée par la Banque de France, est en charge du *Customer Related Services System (CRSS)*, système d'information et d'aide à la décision à l'intention des banques centrales participantes.

Après avoir rappelé les raisons qui ont conduit les banques centrales du SEBC à se doter d'un système commun d'aide à la décision dans le cadre de TARGET2 (section 1), on détaillera ensuite les principaux services offerts (section 2) puis les principales caractéristiques techniques du système (section 3).

## I | Le système d'aide à la décision pour TARGET2 : un service commun mis en œuvre sur une plate-forme spécifique

Dans tout système RTGS moderne, parallèlement aux fonctions proprement dites de règlement en temps réel, doivent exister des outils d'exploitation des données de production permettant, notamment, de procéder à l'analyse des flux et de l'activité des participants ainsi qu'à divers travaux statistiques ou d'études : c'est ce que l'on appelle couramment un système d'aide à la décision.

Lors de la phase de conception de TARGET2, les banques centrales du SEBC ont comparé leurs outils et expériences en matière de systèmes d'aide à la décision et confronté leurs attentes et visions dans la perspective de TARGET2. Deux questions ont ainsi été débattues :

- Première question : faut-il développer un système commun d'aide à la décision ou chaque banque

centrale doit-elle développer (ou adapter) son propre système « local » ?

Un consensus s'est progressivement dégagé sur l'idée d'un système commun. Outre sa rationalité économique, cette solution avait le mérite de susciter une harmonisation des outils d'aide à la décision des banques centrales du SEBC, le nouveau système commun remplaçant des fonctionnalités souvent développées au fil du temps et au coup par coup dans la plupart des banques centrales.

- Deuxième question : ce système commun doit-il tourner sur la même plate-forme que le système de règlement en temps réel (PAPSS) ou sur une plate-forme distincte ?

Le choix a été fait d'une plate-forme distincte, reposant sur une architecture fonctionnelle et technique spécifique. Un service d'aide à la décision implique, en effet, généralement, la manipulation d'énormes volumes de données selon une variété quasi-infinie de critères, exigences pas nécessairement compatibles avec les performances requises pour le système de règlement en temps réel (PAPSS). Les besoins exprimés dans le cadre de TARGET2 étaient en effet multiples et ambitieux. Par exemple :

- le suivi opérationnel par chaque banque centrale du comportement de ses participants requiert des éléments historiques de référence ; par exemple, la comparaison pour un participant donné, du trafic de la journée en cours avec son profil de référence permet de mieux détecter les événements atypiques qui vont demander une analyse et un suivi particuliers ;
- la conservation des données historiques est non seulement importante pour des raisons légales, mais aussi pour des raisons bancaires ; accéder aux données des jours, semaines ou mois qui précèdent est souvent indispensable pour procéder à des analyses des opérations d'un participant ou pour répondre à ses interrogations ; à cet égard, le système CRSS constitue la véritable mémoire de TARGET2 ;
- la production de statistiques et rapports nécessaires à l'obtention d'une vision agrégée de l'activité du système permet de conduire des études sur courte ou longue période : par exemple, la demande de l'Eurosystème de disposer d'informations plus

précises sur le crédit intra-journalier utilisé par les participants à TARGET2 ;

- les départements en charge de la surveillance des systèmes de paiement (*oversight*) au sein des banques centrales ont également souhaité avoir accès aux données de production de façon à disposer d'informations détaillées sur l'activité du système et d'indicateurs de performances et de risques (risque de liquidité, risque opérationnel).

## 2| Les services offerts par le système d'aide à la décision : le Customer Related Services System (CRSS)

### 2| Services permettant aux banques centrales de disposer d'une vision sur longue période de l'activité du système et de les assister dans leur double rôle d'interlocuteur opérationnel de « leurs » participants et de surveillant du système (*oversight*)

Alimenté quotidiennement, en fin de journée, par la plate-forme de règlement (PAPSS), le CRSS offre

aux banques centrales un accès en ligne à l'ensemble des paiements effectués au cours des trois dernières années ainsi qu'à des données agrégées sur une période de cinq ans. Sont également mis à leur disposition des outils d'interrogation leur permettant de disposer de rapports pré-formatés rafraîchis automatiquement et de rapports personnalisés reposant sur des paramètres enregistrés directement à l'écran par les utilisateurs, ou encore de formuler des requêtes *ad hoc*.

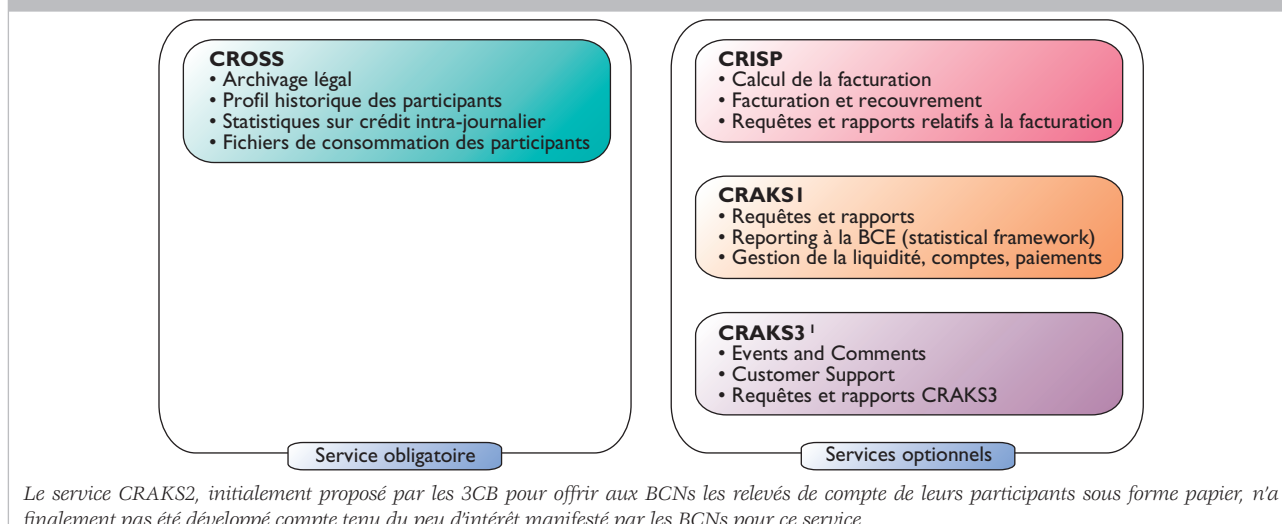
Pour des raisons évidentes de confidentialité, une banque centrale n'a accès aux données détaillées que pour « ses » participants. Certains rapports plus généraux, qui permettent de comparer l'activité des différentes communautés bancaires nationales, sont en revanche accessibles à l'ensemble des banques centrales.

De façon à répondre au souhait de l'Eurosystème d'approfondir ses analyses de la liquidité intra-journalière, le CRSS calcule quotidiennement un certain nombre d'agrégats qui donnent une vision détaillée de l'utilisation réelle du crédit intra-journalier dans TARGET2.

Les rapports CRAKS1, au nombre d'environ 70, couvrent une palette très large d'informations. On peut citer à titre d'exemples :

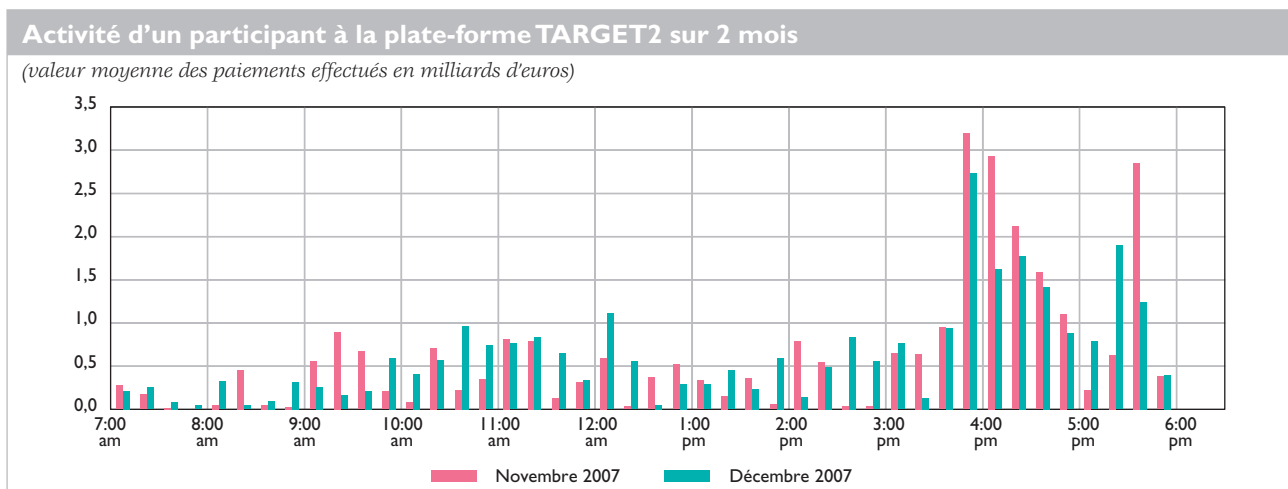
- le suivi de l'activité de l'ensemble de la plate-forme TARGET2,
- le suivi de l'activité d'un participant ou d'un groupe de participants sur une période déterminée ;

#### Les 4 services du CRSS<sup>1</sup>



- le suivi de l'activité des participants par pays ;
- des informations détaillées sur l'activité d'un compte ;
- une analyse des règlements des systèmes exogènes.

A titre d'exemple, le graphique ci-dessous présente le profil historique de l'activité quotidienne d'un participant (en valeur). Ce rapport offre la possibilité à la banque centrale qui tient le compte de ce participant de comparer son activité du jour et la liquidité disponible à ce profil de référence.



La fonction « *events and comments* », partie intégrante du service CRAKS3, offre la possibilité aux banques centrales d'enregistrer tous les événements ayant trait à l'activité d'un compte, que ceux-ci soient de nature technique, opérationnelle ou bancaire. Ainsi par exemple, peut être suivie de façon détaillée l'évolution d'un incident ayant eu des conséquences sur la liquidité d'un participant.

De manière générale, ces différents services et outils permettent aux banques centrales d'exercer efficacement leur double rôle d'interlocuteur opérationnel de « leurs » participants et de surveillance (*oversight*) :

- elles disposent, en effet, dans un système unique, de l'ensemble des informations relatives à un participant et aux événements qui l'ont impacté ; cette centralisation des informations facilite la prise de décision, en particulier lors d'événements imprévus ;
- elles ont une meilleure compréhension du comportement des banques en matière de gestion de la liquidité, d'utilisation du crédit intra-journalier et de

mobilisation des garanties. Elles peuvent ainsi évaluer plus précisément les éventuels problèmes affectant un ou plusieurs participants. Cette connaissance détaillée permet aux banques centrales d'avoir des échanges d'information plus riches avec leurs participants ;

- elles peuvent analyser plus précisément les besoins en liquidité des banques résultant de leurs obligations de règlement au titre des systèmes exogènes. Ainsi, en s'appuyant sur les séries historiques, les banques centrales peuvent évaluer les besoins en liquidité résultant du règlement d'un système exogène spécifique, par exemple CLS, et les comparer à la liquidité dont disposent les banques concernées (solde et liquidité intra-journalière) ;
- elles peuvent suivre le fonctionnement courant d'un participant en le comparant avec son profil de référence, c'est-à-dire son comportement passé, ce qui permet de détecter rapidement tout écart significatif. Ainsi peut-on mettre en évidence d'éventuelles insuffisances de liquidité, ou des difficultés techniques, que ce soit au niveau d'un participant, d'une communauté bancaire, ou de l'ensemble du système.



## 2 | 2 Autres services offerts par le CRSS

Le CRSS offre les services complémentaires suivants :

- **archivage légal** : toutes les données relatives aux opérations ainsi que les données de référence du système PAPSS font l'objet d'un archivage sur support non-réinscriptible. Ces données sont conservées dix ans pour des raisons légales.

- **Facturation** : sont adressés mensuellement aux banques centrales les fichiers recensant la consommation du mois antérieur (nombre de paiements par participant, nombre de comptes,...). Ces fichiers sont utilisés pour procéder à la facturation des établissements de crédit et des systèmes exogènes.

- **Gestion administrative des relations contractuelles** : la fonction « *customer support* » permet de suivre le dossier d'un participant d'un point de vue administratif et juridique. Les différents liens propres à un groupe bancaire et la situation des relations contractuelles peuvent notamment être suivis grâce à ce service.

## 3 | L'architecture mise en place par la Banque de France pour la gestion du système d'aide à la décision

Alors que dans un système de gestion opérationnelle, les transactions sont pré-formatées et les traitements largement connus et planifiés à l'avance, un système d'aide à la décision se doit d'être beaucoup plus ouvert, de façon à ce que les utilisateurs puissent construire eux-mêmes et lancer leurs propres interrogations qui peuvent porter sur de très grands ensembles de données et être exécutées en rafales par de nombreux utilisateurs.

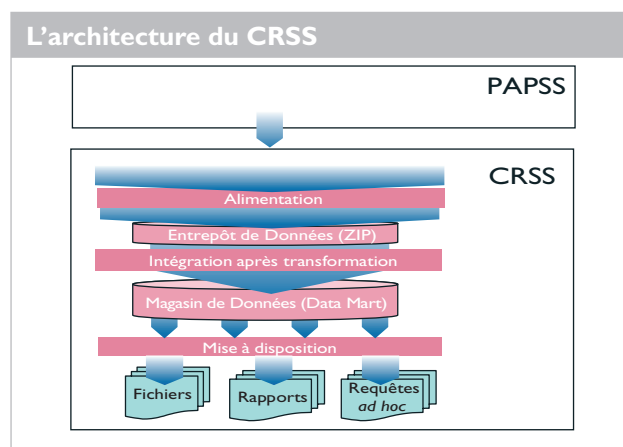
Pour répondre aux besoins de ses différentes lignes d'activités (systèmes de paiement, fiduciaire, études, ressources humaines, etc.), la Banque de France avait défini, au début des années 2000, une méthodologie et une architecture propres à ses systèmes d'aide à la

décision. Cet acquis technologique a été mis au service de TARGET2 pour la construction du CRSS.

L'équipe de projet a été mise en place début 2004 et a débuté ses travaux par la définition des besoins (*user requirements*), en liaison étroite avec les banques centrales concernées, qui ont été naturellement associées à toutes les phases ultérieures du projet (conception, spécifications techniques, développement, tests et recette).

Comme on le voit dans le schéma ci-après, le CRSS est alimenté quotidiennement par la plate-forme de règlement (PAPSS). Plus précisément, celle-ci alimente un « entrepôt de données » (aussi appelé zone d'information partagée – ZIP), au sein duquel sont vérifiées la cohérence et l'intégrité des alimentations et où sont opérées les premières transformations de données. Dans un deuxième temps, les données sont transférées à un « magasin de données » (aussi appelé DataMart) pour être mises à la disposition des utilisateurs sous la forme la plus adaptée possible à la vision qu'ils ont de leurs activités. Enfin, des « univers » visant à donner aux utilisateurs une vision fonctionnelle de leurs données sont mis en place.

Six univers fonctionnels (Participants, Comptes, Paiements, Statistiques sur les paiements, *Modules Reserve Management / Standing Facilities* et Service CRAKS3) ont été définis en vue d'organiser au mieux les données pour le traitement des requêtes *ad hoc* des utilisateurs et plus d'une centaine de rapports pré-formatés sont mis à disposition des banques centrales.



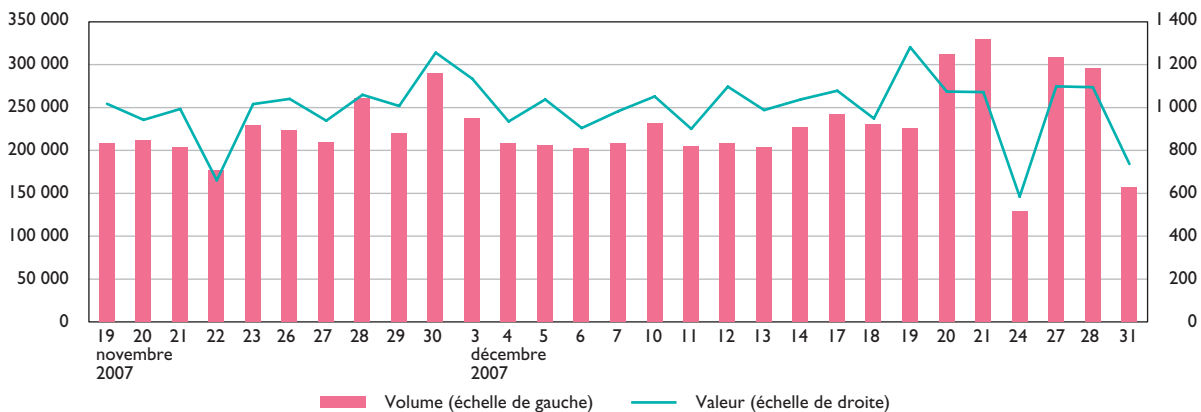
*Le système d'aide à la décision qui fait partie intégrante de TARGET2 apporte aux banques centrales du SEBC un ensemble de services à valeur ajoutée répondant à leurs besoins, tant pour la gestion de leurs relations opérationnelles avec « leurs » participants à TARGET2 que pour leurs travaux d'études. Il constitue donc une contribution notable à l'harmonisation des outils et pratiques au sein du SEBC.*

### L'activité de TARGET2 depuis le démarrage du 19 novembre 2007

Les deux rapports suivants, obtenus à partir du CRSS, présentent respectivement les volumes et capitaux quotidiens échangés, et les volumes moyens par tranche horaire, pour les mois de novembre et décembre 2007 et pour les communautés bancaires faisant partie de la première fenêtre de migration. Au cours des six premières semaines d'exploitation, une moyenne de 227 541 paiements – pour une valeur de 999 milliards d'euros – a été réglée quotidiennement dans la SSP.

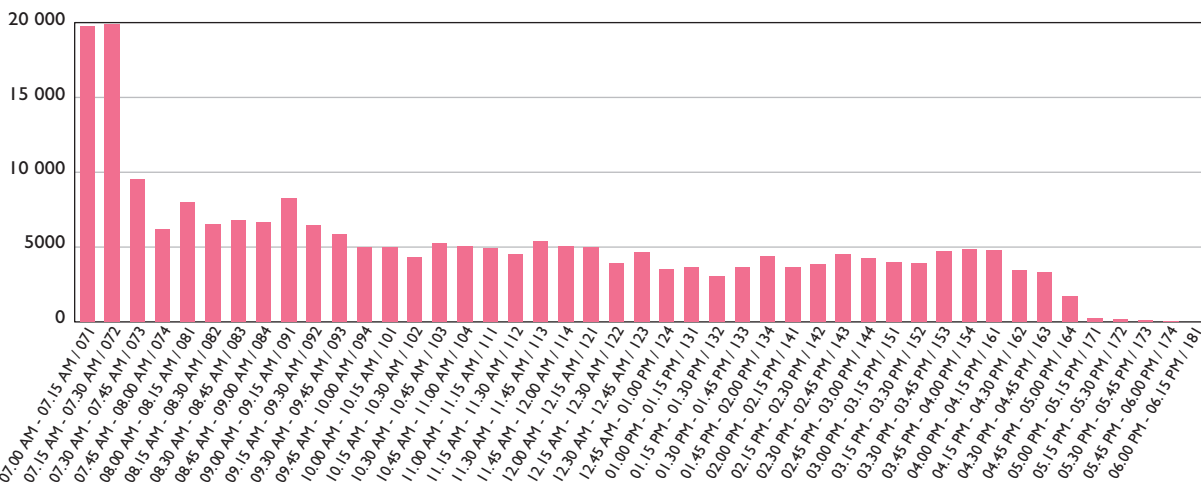
#### Volume et valeur des paiements réglés quotidiennement dans la SPP

(volume en nombre d'opérations, valeur en milliards d'euros)



#### Moyenne des paiements réglés quotidiennement dans la SPP

(volume des paiements)



# Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ?

**Christian PFISTER**  
Direction de la Recherche

L'objectif de cet article est de dresser un bilan provisoire des travaux d'un groupe de travail interne de la Banque de France consacré au projet « Flexibilité du marché du travail et efficacité de la politique monétaire », que l'auteur préside depuis deux ans<sup>1</sup>. Les motivations ayant conduit à la création de ce groupe de travail sont essentiellement de trois ordres :

- premièrement, les épisodes de désinflation sont généralement coûteux à court et à moyen termes. Quels rôles les rigidités salariales et la conduite de la politique monétaire ont-elles joués à cet égard ?
- Deuxièmement, la modélisation assez fruste des rigidités du marché du travail n'est pas satisfaisante et il semble qu'une meilleure prise en compte des caractéristiques institutionnelles et de l'hétérogénéité microéconomique pourrait contribuer à rapprocher et à comprendre les faits stylisés du marché du travail ;
- troisièmement, la participation à une union monétaire peut affecter les incitations à entreprendre des réformes structurelles.

Comme le montrera cette présentation, ce programme de recherche est encore loin d'être abouti. Toutefois, il est apparu que les premiers résultats méritaient d'ores et déjà d'être présentés et examinés.

Cette présentation est organisée de la manière suivante :

- une première section traite des questions macroéconomiques, en utilisant largement un indicateur synthétique bien connu, le ratio de sacrifice. Cette partie se concentre sur la zone euro ;
- une seconde section traite des négociations salariales, en comparant les approches macro et microéconomiques. Elle porte plus spécifiquement sur la France, et utilise les données aimablement fournies par l'organisateur conjoint de cette conférence, la direction de l'Animation de la Recherche et des Études statistiques (DARES). Elle intègre également une partie de la contribution de la Banque de France à un réseau européen, le Wage Dynamics Network (WDN). Franck Smets, qui préside le Network, présente au cours de cette conférence l'organisation et les travaux de ce réseau, ainsi que certaines recherches personnelles menées dans ce domaine.
- Quelques pistes en vue de recherches futures sont présentées en conclusion.

Mots-clés : flexibilité, marché du travail, négociations salariales, politique monétaire, ratio de sacrifice, politiques structurelles

Codes JEL : C5, E52, E58, J08, J3

NB : Cette étude a été présentée lors du colloque organisé conjointement par la Banque de France et la DARES sur le thème « négociations salariales, emploi, politique économique et monétaire » (9-10 octobre, Paris) ; l'auteur tient à exprimer ses remerciements à Françoise Drumetz et aux membres du groupe de travail sur la flexibilité du marché du travail et l'efficacité de la politique monétaire pour les commentaires utiles qu'ils ont apportés. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et n'engagent pas la responsabilité de la Banque de France.

<sup>1</sup> Les autres membres du groupe de travail sont Sanvi Avouyi-Dovi (Banque de France et Université de Paris Dauphine SDFI), Jérôme Coffinet (Banque de France), Patrick Fève (Université de Toulouse-GREMAQ, FDEI et Banque de France), Denis Fougère (CNRS, CREST-INSEE, Paris, Banque de France, CEPR, Londres et IZA, Bonn), Erwan Gautier (Banque de France et GRECTA), Julien Matheron (Banque de France et SDFI Université de Paris Dauphine), Céline Poilly (Banque de France et THEMA Université de Cergy-Pontoise) et Jean-Guillaume Sahuc (Banque de France et Audencia School of Management).

## I | Le ratio de sacrifice : analyse empirique et structurelle

Au milieu des années quatre-vingt, période marquée par une forte inflation, les politiques monétaires de nombreux pays ont commencé, de façon plus explicite que précédemment, à introduire des objectifs de stabilité des prix. Suite à l'adoption de ces politiques, l'idée s'est largement répandue qu'elles pourraient être en partie responsables de la hausse spectaculaire du chômage observée dans les pays européens entre le début des années quatre-vingt et le milieu des années quatre-vingt-dix (cf. par exemple, Blanchard, 2003).

Pour évaluer le rôle des politiques de désinflation dans l'augmentation du chômage, leurs effets dynamiques doivent être caractérisés d'un point de vue structurel. Cette question est traitée en deux étapes. La première étape consiste à identifier les effets dynamiques plausibles de ces politiques d'un point de vue empirique. La seconde consiste à développer des modèles structurels DSGE, capables de répliquer ces dynamiques. Ces modèles peuvent ensuite être utilisés pour mener des exercices contrefactuels permettant d'interpréter les conséquences dynamiques des chocs de désinflation.

Dans cette approche en deux temps, pour paraphraser Gordon (1982) et comme mentionné dans la première partie, une importance particulière est accordée à un indicateur unique, le ratio de sacrifice. Ce ratio désigne la perte cumulée en croissance nécessaire pour une réduction permanente d'un point d'inflation. Cet indicateur est simple et pratique pour l'analyse de la politique monétaire. Il est également facile pour une banque centrale de communiquer à son sujet. En effet, plus le ratio de sacrifice est élevé, plus le coût du retour à la stabilité des prix est élevé lorsque l'économie s'est écartée de cet objectif.

## III | Le ratio de sacrifice : caractérisations empiriques

De nombreuses procédures empiriques permettent de caractériser le ratio de sacrifice. Deux d'entre elles ont été utilisées. La première, qualifiée d'approche *ad hoc*, met en œuvre la méthodologie proposée par Ball (1994). La deuxième, l'approche VAR structurel,

est construite, tout en s'en éloignant, à partir de la stratégie exposée par Cecchetti et Rich (2001).

### La méthode *ad hoc*

Conformément à Ball (1994) et Zhang (2005), les épisodes de désinflation sont identifiés *ex ante* dans les pays développés sur la période 1970-2005. Le ratio de sacrifice, défini ici comme le rapport de la perte de croissance à la variation de l'inflation tendancielle au cours de l'épisode considéré (cf. Coffinet, 2006), est ensuite calculé. À partir des données agrégées, l'estimation du ratio de sacrifice s'établit à environ 1,7 % pour la zone euro dans les années quatre-vingt-dix. Il est à noter, toutefois, que ce ratio a certainement progressé au cours de la période récente en raison, notamment, de l'aplatissement de la courbe de Phillips.

À partir de cette approche, il est possible d'évaluer approximativement les contributions des déterminants probables du ratio de sacrifice. Conformément aux études précédentes (cf. Ball, 1994 ; Zhang, 2005), il apparaît que la brièveté de l'épisode de désinflation et un taux d'inflation élevé au départ peuvent réduire le coût de la désinflation. Les rigidités nominales sont susceptibles, entre autres déterminants, de peser sur l'ajustement de l'économie au cours d'un épisode de désinflation. Pour examiner ce point, différents indicateurs de rigidité sur le marché du travail, et pas seulement la rigidité des salaires, tirés des bases de données de l'OCDE, de Forteza-Rama et de Blanchard-Wolfers sont utilisés. Très peu d'indicateurs s'avèrent significatifs au plan statistique. Toutefois, les résultats obtenus tendent à montrer que plus la centralisation des négociations salariales est importante, plus le ratio de sacrifice est élevé. Par ailleurs, une réglementation plus stricte des contrats de travail entraînerait également des ratios de sacrifice plus élevés.

La limite principale de cette approche réside dans le fait que les épisodes de désinflation qui ont été identifiés ne coïncident pas nécessairement avec les politiques désinflationnistes résolument mises en œuvre par les banques centrales. C'est ainsi que, dans le cas d'une contraction monétaire permanente coïncidant avec un choc pétrolier de longue durée, la méthode *ad hoc* pourrait faire état, de façon erronée, d'un faible ratio de sacrifice. Il est donc important d'isoler l'origine monétaire des épisodes de désinflation. Le moyen le plus simple est d'avoir recours à l'approche VAR structurel.

## L'approche VAR structurel

Selon Bullard et Keating (1995), la principale hypothèse d'identification est que seuls les chocs de désinflation peuvent exercer une influence à long terme sur l'inflation. En d'autres termes, on suppose que si l'inflation connaît des mouvements permanents, ceux-ci découlent des mesures volontaristes prises par les banques centrales, ce qui correspond à une « maxime monétariste » établie de longue date. Le VAR structurel de référence, estimé pour la période allant du premier trimestre de 1980 au quatrième trimestre de 2005 comprend la production, la consommation, l'investissement, l'inflation, la hausse des salaires, le taux d'intérêt nominal à court terme, ainsi que le nombre total d'heures travaillées (cf. Fève *et al.*, 2007). Ce choix de variables est dicté par plusieurs considérations inspirées de l'analyse de Blanchard (2003) concernant les effets négatifs des politiques désinflationnistes. En premier lieu, la lenteur de l'ajustement des salaires nominaux ou réels en Europe a sans doute empêché un ajustement rapide de l'économie après l'adoption des politiques de désinflation. En second lieu, en augmentant le coût du capital, c'est-à-dire le taux d'intérêt réel *ex ante*, la politique désinflationniste entraîne une diminution de l'investissement réel. Dans la mesure où le travail et le capital physique sont des intrants complémentaires, la baisse de l'investissement se traduit par une diminution persistante du nombre d'heures travaillées.

Le VAR structurel utilisé ici montre que, à la suite d'un choc de désinflation (cf. graphiques 1), l'inflation

recule fortement, puis redémarre avant de converger lentement vers sa nouvelle valeur de long terme. La hausse des salaires est moins réactive que l'inflation, ce qui dénote la lenteur de leur dynamique. Le taux d'intérêt nominal à court terme, quant à lui, ne réagit presque pas. Cela indique également une hausse importante et persistante du taux d'intérêt réel (*ex ante*). On parvient ainsi aux deux effets identifiés par Blanchard (2003).

Le choc de désinflation a un important effet négatif, très durable, sur la production. Ces réponses dynamiques correspondent à des ratios de sacrifice élevés. En effet, au bout de cinq ans, il s'élève à 4,3 % environ de la perte cumulée de production, et devient significatif au niveau de 10 %.

Ce profil de réponses dynamiques au choc de désinflation est conforme aux résultats que l'on trouve déjà dans la littérature, notamment dans Vlaar (2004)<sup>2</sup>. Cependant, on note deux différences. Les effets récessionnistes obtenus sont plus profonds et plus persistants.

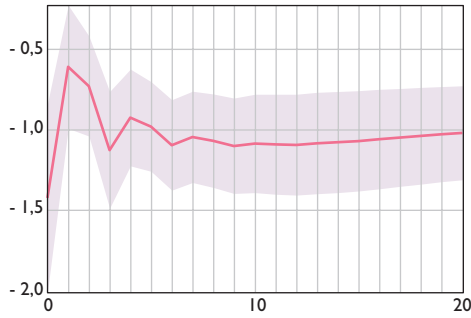
Il n'est pas surprenant de constater que le recours à différentes stratégies empiriques conduit à des évaluations différentes du ratio de sacrifice. Plus important encore, les approches empiriques sont limitées dans la mesure où elles ne permettent pas d'analyse approfondie des mécanismes à l'origine du ratio de sacrifice. Une meilleure compréhension de ces deux points nécessite de développer une approche structurelle.

2 Cf. également la version document de travail de Coenen et Vega (2001)

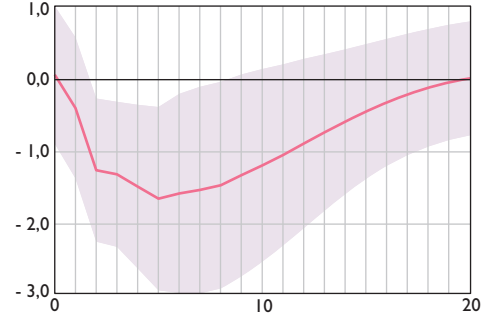
**Graphiques I Fonctions de réponse impulsionnelle**

(en ordonnée : écart en pourcentage ; en abscisse : nombre de périodes, en trimestre, consécutives à un choc)

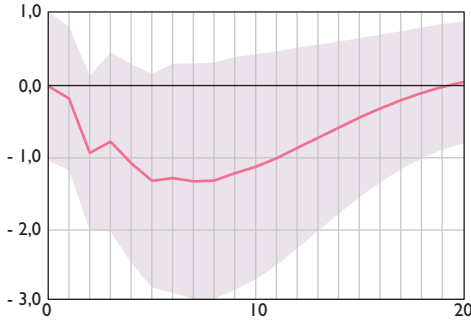
**Inflation**



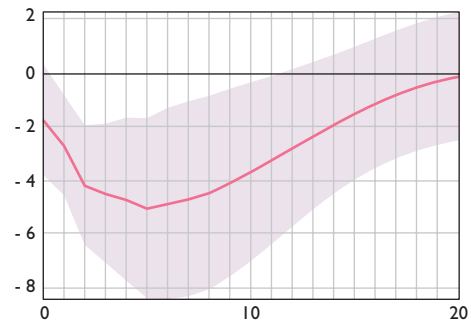
**Production**



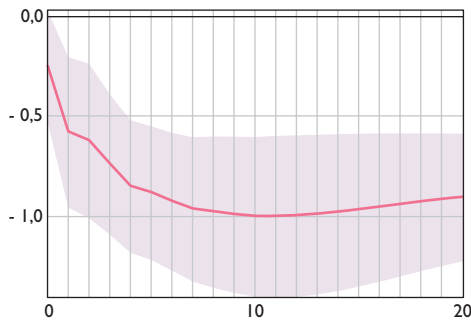
**Consommation**



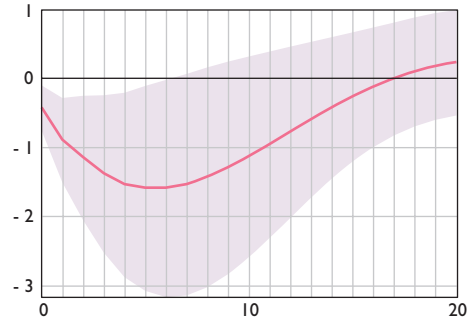
**Investissement**



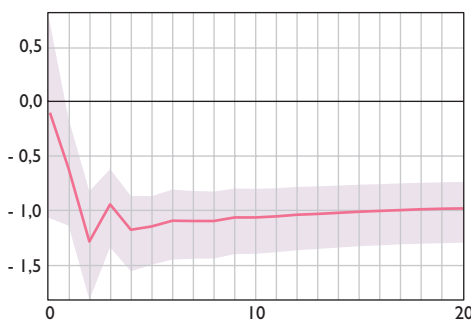
**Taux d'intérêt nominal à court terme**



**Nombre total d'heures**



**Hausse des salaires**



Note : Les zones grisées correspondent à l'intervalle de confiance de 90 % obtenu grâce aux tests classiques de va-et-vient. Pour faciliter l'interprétation, l'ampleur du choc de désinflation est normalisée de manière à obtenir une baisse asymptotique d'un point de pourcentage de l'inflation.  
Source : Fève, Matheron, Sahuc (2007)

## I | 2 Quels sont les déterminants du ratio de sacrifice ? Des analyses reposant sur la modélisation DSGE

Dans cette section, deux modèles néo-keynésiens différents sont utilisés pour analyser les effets dynamiques des politiques désinflationnistes. Dans ces deux configurations, un choc de désinflation est interprété comme une réduction permanente exogène de la cible d'inflation.

### Un modèle DSGE de petite taille

La première étape d'une analyse structurelle du ratio de sacrifice consiste à formuler le modèle le plus simple incorporant les principaux mécanismes nécessaires à l'explication des effets dynamiques des politiques de désinflation (cf. Coffinet *et al.*, 2007). Le modèle consensuel de Giannoni et Woodford (2004) est adopté à cet effet.

Au vu du modèle estimé, le ratio de sacrifice implicite peut être calculé et sa pertinence statistique peut être évaluée. Le ratio de sacrifice obtenu, de 1,3 %, est statistiquement significatif au niveau habituel et cohérent avec les résultats issus de l'approche *ad hoc*.

Comme avancé précédemment, parmi les déterminants du ratio de sacrifice, les rigidités nominales jouent probablement un rôle significatif. Cependant, dans la littérature spécialisée, il est très difficile de distinguer, entre la rigidité des prix et celle des salaires, quel est le facteur prépondérant. Par conséquent, la première question à se poser est celle de l'influence relative de ces deux rigidités sur le ratio de sacrifice. L'avantage principal de l'utilisation d'une approche DSGE est qu'elle permet de réaliser différents exercices contrefactuels susceptibles d'éclairer ces questions. L'objectif est ici de mesurer la sensibilité des résultats aux degrés de rigidité des salaires et des prix. Deux conclusions essentielles se dégagent. Premièrement, une baisse du degré de rigidité des prix nominaux n'entraîne pas nécessairement une baisse du ratio de sacrifice. Deuxièmement, le ratio de sacrifice augmente avec le degré de rigidité des salaires nominaux. Toutefois, au voisinage des valeurs estimées, le ratio n'est pas très sensible à ce paramètre.

Une insuffisance probable de ce modèle de petite taille réside dans l'absence d'attention portée

à la dynamique de l'investissement. Le modèle identifie correctement la hausse significative du taux d'intérêt réel consécutive à un choc de désinflation, mais il ne réussit pas à la traduire en baisse de l'investissement. Dans la mesure où capital et travail sont des paramètres complémentaires, une diminution de l'investissement est susceptible d'exagérer la réaction de l'emploi. Pour prendre en compte ce vecteur, il faut définir un modèle DSGE de plus grande taille.

### Un modèle DSGE de taille moyenne

Pour prendre en compte le canal additionnel de l'investissement, un modèle DSGE à la Smets et Wouters (2003) est confronté aux réponses impulsionnelles tirées de l'analyse antérieure du modèle VAR structurel (cf. Fève *et al.*, 2007). Les paramètres du modèle sont choisis de manière à coïncider au mieux avec ces réponses dynamiques. Par conséquent, le modèle reproduit mécaniquement le ratio de sacrifice de 4,3 % obtenu par l'analyse VAR structurel.

Il est ensuite procédé à une série d'exercices contrefactuels destinés à mieux comprendre les vecteurs de transmission des chocs de désinflation. Ce faisant, l'analyse est concentrée sur deux questions déjà étudiées dans le contexte des politiques désinflationnistes.

Comme auparavant, on prend soin de distinguer les rôles respectifs des rigidités des prix et des salaires nominaux (faible fréquence d'ajustement et/ou degré élevé d'indexation). De plus, la question est de savoir si la conduite de la politique monétaire, que ce soit en termes de vitesse d'ajustement ou de réactivité, pourrait avoir contribué à amplifier le ratio de sacrifice. La littérature s'est étendue sur la question centrale et controversée de la vitesse optimale de désinflation, à savoir le choix entre le « gradualisme » et le « sevrage ». En outre, la sensibilité de la politique monétaire aux écarts d'inflation et de production est souvent citée parmi les principaux facteurs de réussite d'une politique désinflationniste.

Les exercices contrefactuels qui sont réalisés montrent que les principaux mécanismes à l'œuvre sont de deux ordres :

- les rigidités des salaires nominaux sous forme de fréquence de non-ajustement des salaires et de degré d'indexation (plutôt que les rigidités des prix) ;

- la vitesse de la politique désinflationniste (plutôt que sa réactivité).

Il est important de noter que ces résultats font écho à ceux rapportés par Ball (1994) et confirmés par nos propres analyses empiriques mentionnées précédemment. Ce qui est particulièrement intéressant, c'est qu'en dépit d'un grand nombre de frictions qui lui donnent un caractère rétrospectif, le modèle DSGE qui a été utilisé conforte une explication « gradualiste » de la perte en production des périodes de désinflation dans la zone euro.

En particulier, les analyses contrefactuelles montrent que l'omission du vecteur investissement se traduit par une réduction significative du ratio de sacrifice. Cela pourrait expliquer que le modèle de petite taille aurait été condamné *a priori* à produire des ratios de sacrifice relativement faibles. Parallèlement, il est important de souligner que dans les deux configurations, des ratios de sacrifice significatifs sont obtenus et que dans les deux cas, les rigidités des salaires nominaux ont joué un rôle essentiel dans la formation de cette perte de production. Toutefois, on peut se demander si une représentation correcte des rigidités salariales a été utilisée.

## 2| Négociations salariales : approche macro ou microéconomique

Dans la plupart des modèles macroéconomiques, les frictions sur les marchés du travail sont représentées par des indicateurs synthétiques tels qu'un paramètre de Calvo ou de Taylor, qui ne retracent pas nécessairement le rôle potentiel des institutions de marché dans le processus de fixation des salaires. À l'inverse, une approche microéconomique présente notamment l'avantage de pouvoir prendre en compte l'hétérogénéité et de contribuer à l'identification d'effets de causalité robustes. De plus, les marchés du travail sont souvent caractérisés par un degré élevé de complexité et de variété susceptible de devoir être pris en compte dans l'analyse et l'évaluation des politiques.

Les principales contributions microéconomiques du groupe de travail sont axées sur l'inflation salariale.

Deux problèmes spécifiques sont particulièrement mis en évidence :

- le degré de rigidité salariale en France et la manière de le modéliser correctement ;

- le rôle d'un ensemble d'institutions spécifiques, à savoir les différents niveaux de négociation salariale dans la fixation des salaires.

### 2| I Mesure et modélisation des rigidités salariales nominales

Comme indiqué dans la deuxième section de cette présentation, les modèles DSGE montrent qu'une source importante de rigidité dans l'économie provient du marché du travail et en particulier de la rigidité des salaires. Cette rigidité peut largement expliquer les effets réels des chocs monétaires et la persistance observée sur la production globale et l'inflation. La plupart des modèles DSGE sont fondés sur l'hypothèse qu'une entreprise modifie les salaires de façon aléatoire (Erceg *et al.*, 2000 ; Smets et Wouters, 2003). L'hypothèse de Calvo constitue manifestement une simplification de la réalité mais elle représente également une manière commode de reproduire les rigidités salariales. En général, la valeur du paramètre de Calvo retenue pour la zone euro est supérieure à quatre trimestres.

Pour comprendre et modéliser les évolutions salariales en France, il a été fait appel aux données microéconomiques utilisées dans le cadre du WDN. Contrairement à la plupart des études sur les salaires, les données utilisées sont déclarées à une fréquence infra-annuelle qui devrait être plus appropriée pour en tirer des implications pour la politique monétaire.

À l'aide de ces données, Heckel *et al.* (2007) estiment la fréquence des changements de salaires et la durée moyenne de fixité d'un salaire. Ils constatent que 90 % des salaires sont modifiés dans un délai d'un an et 40 % dans un délai d'un trimestre, la durée moyenne de fixité d'un salaire étant plus proche de deux que de quatre trimestres. Par conséquent, il se pourrait que les modèles DSGE surestiment la rigidité des salaires en modélisant généralement des durées de fixité des salaires égales ou supérieures à un an.

Toutefois, des études théoriques montrent que des fixations échelonnées des salaires peuvent répliquer un

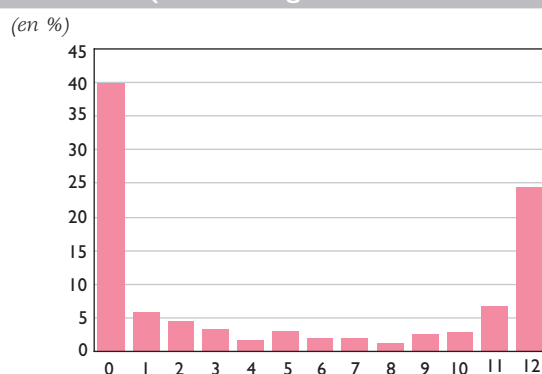


degré de persistance plus élevé que des modifications salariales synchronisées. En cas d'échelonnement des changements de salaires, les effets à court terme sur la production peuvent se prolonger au-delà de la durée du contrat de salaires. En se fondant sur les données utilisées, il apparaît que les salaires sont principalement synchronisés au sein des entreprises (cf. graphique 2) <sup>3</sup> mais qu'ils sont échelonnés entre les entreprises, ce qui, naturellement, est le fait important du point de vue macroéconomique.

La synchronisation résiduelle peut refléter deux facteurs :

- les modifications du salaire minimum, lesquelles, en France, s'appliquent obligatoirement à tous ceux qui perçoivent ce salaire (environ 15 % de l'ensemble des salariés des secteurs marchands non agricoles) ; il est important de noter que les évolutions du SMIC sont indexées sur la hausse des prix et les salaires ouvriers ;
- la saisonnalité, de nombreux changements de salaires intervenant au premier trimestre de l'année et le salaire minimum étant modifié au moins une fois par an, en juillet (cf. graphique 3).

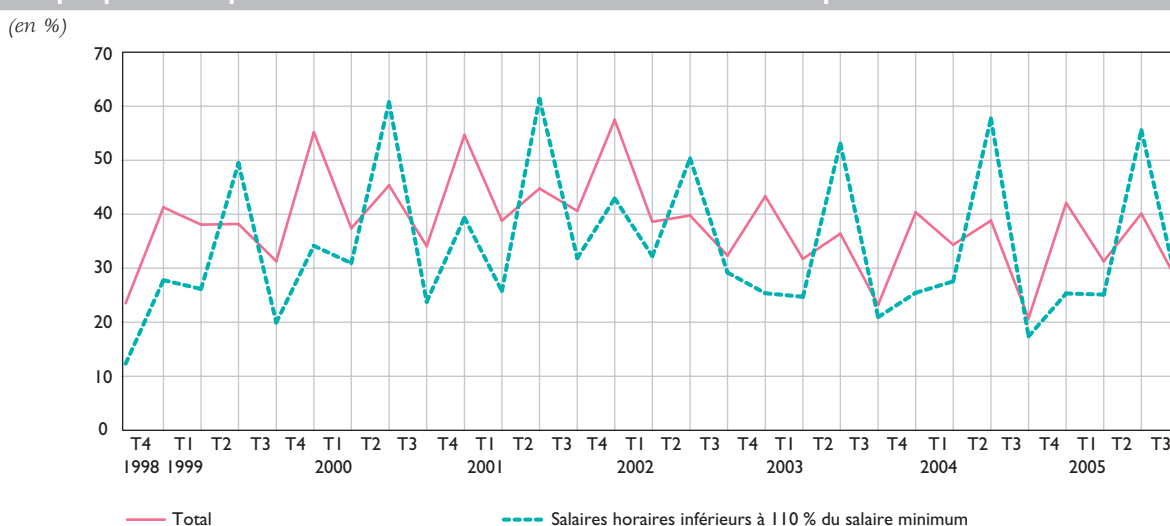
Graphique 2 Synchronisation des changements de salaires (entre catégories de travailleurs)



Source : Heckel, Le Bihan, Montornes (2007)

Les degrés de rigidité et/ou d'échelonnement des salaires permettent de reproduire la dynamique des salaires dans les modèles macroéconomiques, mais la nature des rigidités peut aussi jouer un rôle crucial. Par exemple, Levin *et al.* (2005) montrent que les différents modèles utilisés pour représenter les rigidités salariales au niveau microéconomique peuvent entraîner des modifications de la politique monétaire optimale mais également des diminutions du bien-être collectif. Dans le modèle de contrat de

Graphique 3 Fréquence des modifications de salaires dans le temps



Source : Heckel, Le Bihan et Montornes (2007)

<sup>3</sup> Le graphique montre les pourcentages moyens des trimestres au cours desquels, pendant la période sous revue (premier trimestre de 1998 au quatrième trimestre de 2005), on n'a observé, au sein des entreprises, pour les douze catégories de travailleurs répartis en fonction de leurs qualifications dans les données utilisées, aucune modification de salaire (barre 0) ou un changement concernant une catégorie de travailleurs (barre 1) ou un changement synchronisé concernant de deux à douze catégories de travailleurs (barres 2 à 12 ; seules les entreprises dans lesquelles les douze catégories de travailleurs sont représentées ont été retenues pour établir le graphique). La distribution en U de l'histogramme montre un certain degré de synchronisation : si toutes les modifications de salaires étaient synchronisées, l'ensemble de la masse des probabilités serait concentrée sur les barres 0 et 12 ; en revanche, en l'absence totale de synchronisation des modifications des salaires au sein des entreprises, la barre 12 devrait afficher un pourcentage proche de zéro.

salaires de Taylor, moins utilisé que celui de Calvo, les salaires sont fixés pour une durée constante. Heckel *et al.* (2007) ont établi qu'un modèle simple de Calvo ne permet pas de reproduire à lui seul l'ensemble de la dynamique des salaires au niveau microéconomique. En effet, une proportion significative des entreprises suit apparemment un modèle de Taylor.

Enfin, la prédétermination peut conduire à sous-estimer la rigidité des salaires nominaux. Heckel *et al.* (2007) montrent que la prédétermination constitue une caractéristique importante des changements de salaires et qu'elle est liée aux évolutions passées et futures de l'inflation et du chômage.

En définitive, même si les modifications de salaires semblent assez fréquentes en France, il existe des éléments significatifs d'échelonnement, qui probablement génèrent de la persistance, et de prédétermination, qui génèrent des rigidités. De plus, une hétérogénéité de modèles semblerait nécessaire pour reproduire correctement la dynamique des salaires.

## 2 | 2 Le rôle des négociations salariales

Une analyse détaillée du cadre institutionnel de négociation permet-elle de comprendre les différents profils de modification des salaires ? L'attention se porte ici sur l'incidence des différents niveaux des négociations salariales sur les évolutions des salaires.

Dans leur contribution majeure, Calmfors et Drifill (1998) laissent entendre que, dans le cadre de négociations collectives centralisées, les revendications salariales globales réagissent plus facilement aux conditions macroéconomiques. Au niveau national, les syndicats sont davantage conscients des évolutions générales et de leurs implications pour les performances économiques. Au niveau des entreprises, ils ont moins d'influence et sont mieux placés pour prendre en compte les évolutions de la productivité. Au niveau sectoriel, le pouvoir de négociation des syndicats est plus important et ils ne sont pas vraiment incités à prendre en compte les évolutions macroéconomiques. Il s'agit là du cas le plus défavorable.

S'agissant des années récentes, la recherche empirique macroéconomique ne confirme pas de façon incontestable l'hypothèse de Calmfors et de Drifill relative à la relation en forme de cloche entre centralisation des négociations de salaires et performances économiques. Comme le suggère Freeman (2007), cela pourrait s'expliquer par le fait que les données agrégées des pays concernés ne sont pas assez solides pour identifier l'incidence des institutions. De fait, certains économistes (en particulier l'OCDE, 2004) suggèrent d'améliorer les indicateurs existants.

Les études microéconomiques relatives à l'effet qu'exercent les institutions participant au processus de fixation des salaires sur les performances économiques peuvent contribuer à éclaircir ce point. Toutefois, elles sont encore peu nombreuses. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, quelques études ont porté sur l'incidence du taux de syndicalisation sur les performances économiques. Cecchetti (1987) a utilisé des données microéconomiques relatives aux négociations salariales pour décrire les principales caractéristiques du système de fixation des salaires aux États-Unis et leur incidence sur la dynamique des salaires. En Europe continentale, notamment en France, la plupart des salariés sont couverts par des mécanismes d'extension qui rendent la distinction entre secteur syndiqué et secteur non syndiqué moins pertinente. La plupart des études empiriques microéconomiques pour l'Europe se sont attachées à déterminer l'incidence du niveau de négociation sur l'échelle des salaires. Plusieurs études aboutissent à la conclusion que les négociations salariales conduisent à une plus grande inégalité des revenus, mais l'incidence du niveau de négociation varie selon les pays et est dans certains cas ambiguë (cf. de la Rica *et al.*, 2007 ; Rusinek *et al.*, 2007).

La principale contribution du groupe de travail a consisté à décrire quantitativement le système de négociation salariale et ses principales caractéristiques, à partir de données de panel réunies au niveau des entreprises et des secteurs d'activité. Avouyi-Dovi *et al.* (2007) ont présenté lors du colloque les principaux résultats obtenus sur ces séries de données. Ils montrent que la décentralisation des négociations salariales est une caractéristique importante du système français des conventions

collectives. Ils identifient certains éléments de coordination aux différents niveaux du système de négociation salariale mais ne décèlent aucun lien évident entre ces différents niveaux. Enfin, ils concluent qu'il existe une incidence marquée du niveau de l'entreprise sur les changements de salaires alors que le niveau sectoriel semble avoir un effet peu significatif (cf. tableau ci-contre).

#### Modifications moyennes des salaires au niveau de l'entreprise selon le type d'accord

(en %)

	Aucun accord au niveau de l'entreprise		Accord au niveau de l'entreprise	
	Aucun accord sectoriel	Accord sectoriel	Aucun accord sectoriel	Accord sectoriel
Industrie	3,0	3,2	3,4	3,6
Services	3,2	3,1	3,6	3,4
<b>Total</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>

Source : Avouyi-Dovi, Fougère et Gautier (2007)

#### Axes de recherche pour les travaux futurs

Reflétant la structure de cette présentation, les pistes de recherches possibles pour notre groupe de travail « Flexibilité du marché du travail et efficacité de la politique monétaire » peuvent être divisées en deux parties :

- s'agissant tout d'abord des aspects macroéconomiques, la question de l'hétérogénéité de la zone euro en termes de dynamique des marchés du travail évoquée au début de cette présentation commence seulement à être prise en compte. La contribution de Poilly and Sahuc (2007) exposée dans le cadre de ce colloque est un premier pas dans cette direction. Ils élaborent un modèle DSGE d'une union monétaire comportant des marchés du travail hétérogènes et mettent en lumière les implications sociales des réformes du marché du travail mises en œuvre dans un pays de la zone. De façon plus générale, l'introduction de marchés du travail hétérogènes au sein d'un modèle pour la zone euro pourrait mettre en évidence les canaux de transmission et l'impact différencié des chocs symétriques et asymétriques affectant l'offre et la demande dans la zone euro.

- S'agissant des aspects microéconomiques, il semble nécessaire d'approfondir l'analyse de la négociation salariale. Pour compléter les travaux réalisés jusqu'ici, deux questions pourraient être examinées à partir du contenu des accords salariaux : premièrement, la durée des contrats de salaires et ses modifications au cours des dernières années ; deuxièmement la question de savoir dans quelle mesure les changements de salaires sont prédéterminés par des clauses contractuelles ou dans quelle mesure les entreprises accordent unilatéralement des augmentations de salaires en fonction de leur situation propre, du secteur où elles opèrent et de la situation macroéconomique. Des contrats de plus longue durée prévoyant moins d'indexation refléteraient une incertitude nominale moindre de la part des décideurs participant au processus de fixation des salaires (cf. Christofides et Peng, 2006). De plus, l'identification des entreprises ou secteurs prépondérants en termes de dynamique des salaires peut justifier un suivi spécifique afin d'améliorer les prévisions de la Banque de France en matière de salaires. Enfin, le rapprochement des données microéconomiques sur la dynamique des prix et des salaires pourrait améliorer la compréhension de la transmission des chocs, dont les chocs de politique monétaire.

## Bibliographie

### Aidt (T.) et Tzannatos (Z.) (2002)

"The cost and benefits of collective bargaining", *Working Paper*, dans *Economics*, 0541

### Avouyi-Dovi (S.), Fougère (D.) et Gautier (E.) (2007)

"Collective bargaining and firm-level agreements in France: how do they affect wage dynamics", *Mimeo*, Banque de France

### Ball (L.) (1994)

"What determines the sacrifice ratio?", Mankiw (G.) (éd.) *Monetary policy*, University of Chicago Press

### Blanchard (O. J.) (2003)

"Monetary policy and unemployment", *Conference Monetary policy and the labor market*, Conférence en l'honneur de James Tobin

### Bullard (J.) et Keating (J.) (1995)

"The long-run relationship between inflation and output in postwar economies", *Journal of Monetary Economics*, 36

### Calmfors (L.) et Drifill (J.) (1988)

"Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance", *Economic Policy*

### Cecchetti (S.) (1987)

"Indexation and incomes policy: a study of wage adjustment in unionized manufacturing", *Journal of Labor Economics*

### Cecchetti (S.) et Rich (R.) (2001)

"Structural estimates of the US sacrifice ratio" *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 19, n° 4, octobre

### Christofides (L. N.) et Peng (C.) (2006)

"Contract duration and indexation in a period of real and nominal uncertainty", *Labour Economics*, 13

### Coenen (G.) et Vega (J.-L.) (2001)

"The demand for M3 in the euro-area", *Journal of Applied Econometrics*, 16 (6)

### Coffinet (J.) (2006)

« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », *Bulletin de la Banque de France*, juillet

### Coffinet (J.), Matheron (J.) et Poilly (C.) (2007)

"Estimating the sacrifice ratio for the euro area", sélection trimestrielle d'articles, été, Banque de France. Également disponible à l'adresse : [http://www.eea-ese\(M.\).com/EEA-ESEM/2007/prog/viewpaper.asp?pid=718](http://www.eea-ese(M.).com/EEA-ESEM/2007/prog/viewpaper.asp?pid=718)

### De la Rica (S.) et Gonzáles San Román (A.) (2007)

"The impact of firm-level contracting on wage levels and inequality: Spain, 1995-2002", *Mimeo*, Universidad del País Vasco, Bilbao

### Erceg (C.), Henderson (D.) et Levin (A.) (2000)

"Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts", *Journal of Monetary Economics*

### Fève (P.), Matheron (J.) et Sahuc (J.-G.) (2007)

"Disinflation shocks in the Eurozone; a DSGE perspective", *Mimeo*, Banque de France

### Freeman (R.) (2007)

"Labour market institutions around the world", *NBER Working Paper*, 13 242

### Giannoni (M.) et Woodford (M.) (2004)

"Optimal inflation-targeting rules", dans Bernanke (B.) et Woodford (M.) (éds.), "The inflation targeting debate", Chicago: University of Chicago Press

### Gordon (R.) (1982)

"Why stopping inflation may be costly: evidence from fourteen historical periods", dans "Inflation: causes and effects", éd. Hall (R.), University of Chicago Press

### Heckel (T.), Le Bihan (H.) et Montornès (J.) (2007)

"Sticky wages. Evidence from quarterly microeconomic data", *Mimeo*, Banque de France

### Levin (A.), Onatski (A.), Williams (J. C.) et Williams (N.) (2005)

"Monetary policy under uncertainty in micro-founded macroeconomic models", *NBER Macroeconomics Annual*

### OCDE (2004)

« La fixation des salaires : aspects institutionnels et résultats », *Perspectives de l'emploi de l'OCDE*, chapitre 3

**Poilly (C.) et Sahuc (J.-G.) (2007)**

*“Welfare implications of heterogeneous labor markets in a currency area”*, Mimeo, Banque de France

**Rusinek (M.) et Rycx (F.) (2007)**

*“Rent-sharing under different bargaining regimes: evidence from linked employer-employee data”*, contribution au colloque *“Wage bargaining, employment and monetary and economics policies”*, Banque de France – Dares, Paris, octobre

**Smets (F.) et Wouters (R.) (2003)**

*“An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area”*, *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, 1

**Vlaar (P.) (2004)**

*“Shocking the Eurozone”*, *European Economic Review*, 48 (1)

**Zhang (L. H.) (2005)**

*“Sacrifice ratios with long-lived effects”*, *International Finance*, 8



# Entre concurrence et efficience : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper

---

**Bénédicte DOUMAYROU**

*Direction de la Régulation et des Affaires internationales*

*Autorité des Marchés financiers*

*L'entrée en vigueur de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (directive MIF) le 1<sup>er</sup> novembre 2007 a marqué une étape importante dans l'organisation des marchés en Europe, avec la mise en place d'un cadre concurrentiel renforcé pour l'exécution des ordres. Aux États-Unis, Regulation NMS relève plutôt d'un ajustement, aux plus récentes évolutions technologiques, d'une réglementation qui encourage, depuis plusieurs décennies, la concurrence entre systèmes de négociation sous le contrôle de la Securities and Exchange Commission (SEC). Si la directive MIF et Regulation NMS relèvent in fine d'objectifs similaires, l'environnement dans lequel elles s'inscrivent et les moyens mis en œuvre sont sensiblement différents.*

*En Europe, les différentes catégories d'acteurs, marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation et internalisateurs systématiques, se préparent aux évolutions induites tout autant par les modifications réglementaires que par les progrès et innovations technologiques. Leur impact sur la liquidité des marchés actions et l'importance relative des différents modes ou systèmes de négociation reste encore difficile à anticiper.*

Mots-clés : MIF, Reg NMS, marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation, internalisateurs systématiques, transparence, concurrence, exécution des ordres, marchés actions, fragmentation, liquidité

Codes JEL : G1, G2, L51

L'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007 de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MiFID), trois ans après son adoption en 2004, a marqué une étape importante dans l'organisation des marchés européens. C'est, de façon intéressante, un calendrier presque similaire qui a prévalu aux États-Unis où *Regulation National Market System* (Reg NMS), adoptée par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en 2005, est entrée dans sa dernière phase de mise en œuvre à l'été 2007. À cette concomitance de calendrier vient s'ajouter une vision commune des objectifs poursuivis par ces deux groupes de règles, à savoir l'adaptation et la consolidation du *National market system* d'un côté et la mise en place d'un marché financier européen intégré de l'autre. Aussi MiFID et Reg NMS ont-elles fréquemment tendance à être associées, voire assimilées dans les réflexions sur l'efficacité des marchés, face à l'innovation technique et à la multiplication des pôles de liquidité dans un univers devenu à la fois plus global et plus concurrentiel.

Regulation NMS et MiFID sont deux réponses des régulateurs pour adapter le cadre législatif et réglementaire aux évolutions les plus récentes des marchés, et particulièrement des marchés d'actions. Elles entrent toutefois en vigueur dans un environnement sensiblement différent : s'agissant de l'organisation des transactions, MiFID vise à mettre en place, encourager et organiser une concurrence entre systèmes de négociation ; Regulation NMS vise à corriger les excès potentiels d'un système marqué de longue date par la multiplicité des pôles de liquidité sur lesquels peut être négociée une même valeur.

Il serait pour autant trop simple, et sans doute caricatural, d'opposer une Reg NMS, qui « reconcentre », à une MiFID qui relèverait d'une destruction créatrice. C'est en fait bien davantage à une réflexion sur l'efficacité des marchés et l'évolution de la liquidité dans un environnement concurrentiel plus ouvert qu'invitent ces deux initiatives réglementaires.

## I | La directive MIF et l'ouverture du cadre concurrentiel pour l'exécution des transactions

Venant après les directives *Prospectus*, *Transparence et Abus de marché*, la directive MIF constitue un élément essentiel du *Plan d'action pour les services financiers* de la Commission européenne qui vise à mettre en place un véritable marché européen intégré en matière financière. La directive MIF est destinée à compléter, et au-delà, à remodeler la directive sur les Services d'investissement (DSI) datant de 1994 et, dès 2002, les premiers travaux préparatoires à la directive font apparaître, en matière d'organisation des transactions, deux objectifs essentiels.

Le premier objectif vise à tenir compte des évolutions techniques majeures qui ont eu lieu au cours de la décennie précédente, et particulièrement de la montée en puissance des intermédiaires qui, en organisant leur propre plate-forme de négociation, viennent remettre en cause la distinction traditionnelle entre bourses et pures transactions bilatérales de gré à gré (*over-the-counter* - OTC). La directive MIF innove en reconnaissant l'émergence de modes alternatifs de négociation des instruments financiers aux côtés des marchés réglementés. Elle introduit ainsi un cadre juridique spécifique pour les systèmes multilatéraux de négociation (*Multilateral trading facility*), dont la gestion est désormais reconnue comme un service d'investissement, et pour l'activité d'internalisateur systématique (IS) à travers laquelle le prestataire de services d'investissement peut désormais exécuter les ordres de ses clients face à son compte propre de façon organisée, fréquente et systématique, en dehors d'un marché réglementé (MR) ou d'un système multilatéral de négociation (SMN).



Le second objectif, indissociable du premier, est d'assurer une pleine concurrence entre ces différents modes et lieux d'exécution des ordres — MR, SMN, IS et transactions de gré à gré, les bénéfices attendus de ce cadre concurrentiel plus ouvert étant d'accroître les choix offerts aux investisseurs, d'encourager l'innovation et, *in fine*, d'abaisser les coûts de transaction. La reconnaissance du rôle et de la place des systèmes multilatéraux de négociation et des internalisateurs systématiques a donc pour corollaire la suppression de l'option, ouverte par la DSI et utilisée notamment par la France, permettant aux États membres d'exiger que certaines catégories de transactions soient effectuées, non pas sur un marché réglementé national, mais plus généralement sur un marché réglementé d'un État membre de l'Espace économique européen (« obligation de concentration »). Si la situation de quasi-monopole de certains marchés réglementés sur les titres de capital a pu être vivement critiquée par certains États membres n'ayant pas fait usage de cette option, on ne manquera pas ici d'observer que les marchés réglementés de ces mêmes États membres se trouvaient de fait dans la même situation de prééminence à raison de dispositions fiscales pénalisantes pour toutes transactions non « rapportées » à un marché réglementé domestique, toute transaction rapportée à un marché réglementé étant considérée comme effectuée sur ce marché réglementé.

C'est à la fois la recherche d'un mécanisme de formation des prix efficient par la confrontation, en un lieu unique, du maximum d'ordres d'achat et de vente, et le souci de faire bénéficier le plus grand nombre d'investisseurs de la sécurité apportée par l'environnement réglementaire des marchés réglementés qui avaient conduit la France à retenir l'option de concentration des ordres sur un marché réglementé sous DSI. La directive MIF fait au contraire le choix, ou le pari, d'une plus grande qualité de l'exécution des ordres, notamment par l'abaissement du coût de transaction, tout en assurant une qualité des mécanismes de formation des prix qui passerait non plus par la concentration des ordres mais par une concurrence accrue entre les acteurs participant au processus de formation des prix et un régime de transparence renforcé.

S'inspirant de la réglementation américaine, la directive MIF cherche ainsi à combiner au mieux l'organisation de la concurrence des systèmes de négociation avec un dispositif permettant, néanmoins,

une interaction optimale entre ordres d'achat et de vente, fondé essentiellement sur des règles de transparence et de meilleure exécution.

En effet, si elle cherche à promouvoir l'ouverture du cadre concurrentiel pour l'exécution des ordres, la directive MIF ne méconnaît pas, pour autant, les effets potentiellement dommageables susceptibles d'en résulter au regard tant de la protection des investisseurs que du fonctionnement efficient des marchés. Ainsi, la multiplication des rôles possibles d'un intermédiaire dans l'exécution des ordres, par exemple face à son compte propre en dehors des marchés réglementés ou encore sur un système multilatéral de négociation, conduit-elle, notamment, à renforcer les règles de protection des clients ayant trait à la gestion des conflits d'intérêts au sein des prestataires ou encore à l'information des clients. De la même façon, la multiplication des lieux d'exécution désormais offerts au choix du prestataire a conduit à définir des exigences précises en matière de politique d'exécution des ordres et de meilleure exécution afin d'assurer que les choix du prestataire se fassent dans l'intérêt bien compris de ses clients. Enfin, parce que cette même multiplication des lieux et modalités d'exécution des ordres porte également en elle le risque d'une dispersion des ordres d'achats et de ventes susceptibles d'affecter deux des caractéristiques d'un marché attractif pour les investisseurs, la liquidité et un mécanisme efficient de formation des prix, la directive pose des règles précises de transparence visant à permettre la reconstitution du marché virtuel d'une même valeur.

### **||| Des règles de transparence pour reconstituer un marché virtuel des actions admises à la négociation sur un marché réglementé**

Les règles de transparence pré- et post-négociation mises en place par la MIF s'appliquent aux actions admises à la négociation sur un marché réglementé, quel que soit le lieu de négociation, marché réglementé, système multilatéral de négociation, internalisateur systématique ou transactions de gré à gré (transparence post-négociation uniquement dans ce dernier cas). Elles visent à donner une information extensive à la fois sur les ordres d'achat et de vente (prix acheteur/vendeur) disponibles et sur les transactions effectuées pour

permettre la reconstitution de l'ensemble du marché d'une action donnée et faciliter la rencontre de chaque ordre de vente ou d'achat avec la meilleure contrepartie disponible à un instant donné.

Plus précisément, la directive impose des règles de transparence pré-négociation identiques aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation et met en place un régime particulier pour les internalisateurs systématiques, afin d'éviter que ne se créent là des poches d'opacité concourant de façon irréductible à la fragmentation de la liquidité. Les internalisateurs systématiques sont ainsi tenus d'afficher en permanence, jusqu'à une certaine taille, des prix acheteurs et/ou vendeurs pour les actions dites « liquides » sur lesquelles ils exécutent des ordres de clients face à leur compte propre, de façon « organisée, fréquente et systématique ». La restriction des obligations de transparence pré-négociation aux actions liquides vise à permettre aux internalisateurs de déboucler rapidement les positions « acheteur » ou « vendeur » qu'ils auront pu constituer et à ne pas les dissuader, par des exigences trop contraignantes, d'apporter, ou de continuer à apporter, cette source de liquidité au marché. Pour les actions « non liquides » sur lesquelles ils sont internalisateurs systématiques, les prestataires ont pour seule obligation pré-négociation de répondre à des demandes de prix.

On observera ici que la notion de liquidité a, dans le règlement européen d'application, fait l'objet d'une définition assez sommaire puisque répond à cette définition toute action soumise à la négociation sur un marché réglementé dont le flottant<sup>1</sup> est supérieur à 500 millions d'euros et qui fait l'objet d'au moins 500 transactions par jour et/ou<sup>2</sup> un montant d'échanges quotidien moyen supérieur à 2 millions d'euros. Environ 900 actions européennes, dont la liste est publiée sur le site du Comité européen des valeurs mobilières (CESR) sont ainsi qualifiées de « liquides », dont environ 110 pour lesquelles l'Autorité des Marchés financiers (AMF) est l'autorité compétente. La directive et son règlement d'application n'ont pas fait un choix similaire à celui de la SEC qui impose des contraintes particulières de transparence aux *Alternative trading systems* (ATSS) au-delà d'une certaine part de marché (5 % sur du volume quotidien traité ou sur une valeur). La fixation d'un seuil a finalement été écartée au niveau européen en raison de l'effet de seuil induit par

une telle approche et de la crainte des conséquences induites, pour la transparence du marché, de la multiplication d'internalisateurs systématiques restant individuellement en-deçà du seuil fixé mais représentant néanmoins collectivement une part de marché significative.

La liste des internalisateurs systématiques des différents États membres, sur actions liquides comme sur actions non liquides, est également disponible sur le site du CESR.

S'agissant de la transparence post-négociation sur ces mêmes actions admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive, afin d'éviter toute distorsion de concurrence, unifie parfaitement les exigences applicables à l'ensemble des lieux et modalités d'exécution (MR, SMN, IS et transaction bilatérales OTC). Ces règles sont parmi les plus détaillées du règlement d'application. Le même souci qui a prévalu lors de l'établissement des règles de transparence pré-négociation pour les internalisateurs systématiques, à savoir ne pas créer un cadre dissuasif pour les apporteurs de liquidité, se retrouve dans les différés de publications prévus lorsque l'intermédiaire a exécuté une transaction face à son compte propre, ces différés, qui peuvent aller jusqu'à J+3, sont fonction croissante de la taille de la transaction et de la faible liquidité de l'action, mesurée ici par les volumes moyens d'échanges quotidiens.

Tout aussi cruciale pour la reconstitution du marché d'une valeur que l'existence même de cette information pré- et post-négociation est la possibilité de pouvoir accéder à cette information de façon consolidée. Aussi, afin d'assurer le plein bénéfice des règles de transparence de la directive MIF au regard de la fragmentation de la liquidité, mais également des règles de meilleure exécution, le législateur européen a-t-il assorti ces règles de transparence d'exigences à satisfaire pour la publication de ces informations. Celles-ci doivent être disponibles à des conditions commerciales raisonnables, doivent être aisément accessibles et doivent pouvoir être consolidées avec des informations émanant d'autres lieux d'exécution, le CESR ayant publié en mai 2008 une recommandation sur les caractéristiques à remplir par les supports de diffusion pour satisfaire à ces différentes exigences. On observera, toutefois,

1 La définition du flottant exclut les participations supérieures à 5 % du capital ou des droits de vote, sauf si ces participations sont détenues par un organisme de placement collectif ou un fonds de pension.

2 Ces conditions peuvent être alternatives ou cumulatives, au choix de l'État membre. La France a fait le choix de critères alternatifs.

qu'au-delà des quelques dispositions de la directive ou du règlement d'application et de la recommandation du CESR, l'initiative de cette consolidation est en Europe entièrement laissée à l'industrie.

On soulignera, enfin, que ces règles de transparence ne s'appliquent, dans un premier temps, qu'aux seules actions admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive laissant aux États membres la faculté de les étendre à d'autres instruments financiers<sup>3</sup>. Dans la mesure où ces règles de transparence viennent pallier les risques afférents à une fragmentation potentielle de la liquidité, il y avait une certaine logique à les voir s'appliquer aux marchés aujourd'hui les plus « concentrés », à savoir les marchés d'actions sur lesquels les marchés réglementés bénéficient encore, à la veille de l'entrée en vigueur de MIF, d'un quasi monopole de droit ou de fait. Comme prévu par une clause de rendez-vous<sup>4</sup>, mais avec un léger retard, la Commission européenne rendra prochainement, probablement au premier semestre 2008, un rapport sur l'extension des règles de transparence de la directive MIF à d'autres instruments financiers. Le débat porte surtout sur une éventuelle application de certaines règles de transparence aux obligations. C'est, là encore, l'arbitrage entre transparence et liquidité qui est au cœur du débat, s'agissant de marchés qui sont avant tout des marchés de *dealers*, même si le lien entre transparence et meilleure exécution ne doit pas être sous-estimé.

## I | 2 Une règle de meilleure exécution au service de l'efficacité du marché

L'autre dispositif sur lequel s'appuie la directive MIF, notamment pour pallier les effets potentiellement dommageables d'une fragmentation de la liquidité, est celui de la meilleure exécution. Comme le soulignait la Commission européenne dans son document de présentation de la proposition de directive<sup>5</sup>, « le bon fonctionnement d'un marché intégré requiert une véritable interaction, libre, instantanée et transfrontière des ordres d'achat et de vente d'instruments financiers. En obligeant

les entreprises d'investissement à comparer les conditions de négociation offertes par un éventail raisonnable d'infrastructures d'exécution et à acheminer les ordres vers celles qui offrent les meilleurs prix, on fera en sorte que les liquidités réagissent rapidement aux différentiels de cours. L'exécution au mieux contribue ainsi à canaliser la liquidité vers les infrastructures de négociation les plus efficaces et les plus compétitives, garantissant de la sorte l'efficacité globale du marché ».

Partant du constat que la liquidité d'un titre reste souvent « collée » (*sticky*) à son marché de première cotation même lorsqu'il existe d'autres lieux de négociation susceptibles d'offrir de meilleurs prix, les dispositions de la directive MIF relatives à la meilleure exécution visent à « fluidifier » cette liquidité en imposant aux intermédiaires de mettre en place des dispositifs et procédures visant à obtenir « le meilleur résultat possible » lors de l'exécution des ordres de leurs clients<sup>6</sup>. Le respect de cette règle passe, notamment, par l'élaboration d'une politique d'exécution des ordres qui doit inclure au minimum « les systèmes qui permettent aux prestataires de services d'investissement d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres des clients ». Il appartient également à l'intermédiaire de surveiller l'efficacité des dispositions prises pour en déceler les éventuelles lacunes et y remédier, le cas échéant, par exemple en introduisant dans sa politique d'exécution, un nouveau système d'exécution d'ordres susceptible désormais de lui permettre d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour ses clients pour telle ou telle catégorie d'instruments financiers. À la différence des règles de transparence, les règles de meilleure exécution s'appliquent en effet à l'ensemble des instruments financiers.

On notera que cette notion de meilleure exécution ne repose pas sur la seule notion de prix, jugée trop réductrice, et relève d'une approche multicritères. S'agissant de clients non professionnels, la notion de prix total (prix + coûts liés à l'exécution) y joue un rôle central. Pour les clients professionnels, ces critères de prix et de coûts sont complétés par des critères relatifs à la rapidité et à la probabilité de

3 Considérant 46 de la directive MIF

4 Article 65.1 de la directive MIF

5 Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés et modifiant les directives 85/111/CEE, 93/16/CEE et 2001/12/CE – 19 novembre 2002

6 Pour mémoire, les règles de meilleure exécution ne s'appliquent pas aux contreparties éligibles.

l'exécution et du règlement, à la taille et à la nature de l'ordre ainsi que par toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.

Un cadre concurrentiel renforcé pour l'exécution des ordres avec, pour corollaire, des règles de transparence pré- et post-négociation précises pour les actions et une exigence de meilleure exécution pour les intermédiaires, tel est donc le choix fait par la directive MIF pour assurer l'efficacité d'un marché européen véritablement intégré. L'organisation d'une concurrence entre systèmes d'exécution des ordres mais avec interaction maximale entre tous les ordres d'achat et de vente, telle est la mission confiée par le Congrès des États-Unis à la SEC en 1975. Les objectifs sont assurément similaires ; les moyens n'en restent pas moins distincts.

## 2| Regulation national market system : des ajustements à un dispositif en place de longue date

Reg NMS procède à un ajustement aux plus récentes évolutions technologiques de ce délicat équilibre entre concurrence des systèmes et interaction des ordres. À la différence de la directive MIF, souvent perçue en Europe comme susceptible de générer des modifications majeures dans le métier de l'intermédiation et de l'exécution d'ordres, Reg NMS se veut plus une évolution qu'une révolution. Si Reg NMS et MiFID répondent, *in fine*, aux mêmes objectifs et si MIF s'est largement inspirée d'évolutions qui ont vu le jour aux États-Unis avant de se développer en Europe, les deux corps de réglementation sont sensiblement différents.

Reg NMS couvre ainsi un champ moins large que la directive MIF mais comporte des dispositions au contenu beaucoup plus précis. La directive MIF relève d'une approche davantage "principle-based", se veut beaucoup plus neutre en termes de technologie (*technology neutral*) et laisse une part plus grande aux initiatives de l'industrie. Quelques exemples permettront de mieux illustrer ces différences.

Reg NMS comprend quatre séries de règles : *L'access rule (rule 610)*, *l'order protection rule (rule 611)* initialement connue sous le nom de *trade-through rule*, la *sub-penny rule (rule 612)* ainsi que des modifications apportées aux préexistantes *market data rules*.

On n'insistera pas ici sur la *sub-penny rule* qui interdit toute amélioration de prix inférieure à un penny pour les valeurs relevant du NMS dont la valeur est égale ou supérieure à USD 1. Cette règle, très consensuelle, a pour objet d'harmoniser les pratiques entre les différents marchés et systèmes de négociation et d'éviter des améliorations de prix si faibles qu'elles n'ont en réalité aucun contenu informationnel pour le marché. Sans doute peut-on néanmoins remarquer le niveau de détail dans lequel rentre cette règle de la SEC, et observer que c'est un mouvement inverse qui se dessine en Europe, à l'initiative des acteurs du marché, avec l'apparition de cotations à trois décimales. Les trois autres règles méritent plus d'attention.

Dès 1975, l'objectif premier du NMS a été de permettre aux investisseurs d'accéder à des informations sur les meilleurs prix offerts et demandés et de pouvoir effectivement négocier à ce prix. Il repose alors sur une composante essentielle, l'*Intermarket trading system (ITS)*<sup>7</sup>, système de connexion entre les marchés (*exchanges*) et sur le *Consolidated quotation system* sur lequel sont affichés, pour toutes les valeurs éligibles, les meilleurs prix disponibles à l'achat et à la vente avec interdiction pour un marché d'exécuter un ordre à un prix inférieur ou supérieur selon le sens de l'ordre, à celui affiché et obligation de le router vers le marché où le meilleur prix est disponible (*trade-through rule*).

L'*order handling rule*, entrée en vigueur en 1997, a ensuite fait obligation aux teneurs de marché de rendre publics les ordres à cours limité de leurs clients qui améliorent leurs propres prix et de rendre publics leurs propres prix pour toutes valeurs cotées sur un *exchange* sur lesquelles ils occupent plus de 1 % de part de marché. Cette même règle impose aux *market makers* sur des valeurs non cotées sur un *exchange*<sup>8</sup> de rendre publics les prix qu'ils affichent sur des systèmes tiers, tels les ECNs (*Electronic communication networks*), et qui améliorent leurs propres prix, les ECNs pouvant se charger de cette publication. Toujours dans cette

<sup>7</sup> Créé en 1978

<sup>8</sup> Le Nasdaq n'est devenu un "exchange" qu'en 2005.

même perspective d'associer au mieux concurrence des systèmes et interaction des ordres, la règle ATSS entrée en vigueur en 1999, aura imposé aux ATSS qui ont plus de 5 % de part de marché sur une valeur cotée, de diffuser leur meilleure fourchette à travers le NMS par l'intermédiaire d'un *exchange*. Ceux ayant plus de 20 % de part de marché doivent avoir des règles d'accès « non discriminatoires ».

Regulation NMS constitue une étape nouvelle dans cette adaptation quasi permanente du *National market system* aux évolutions technologiques et aux évolutions des systèmes de négociation.

L'*order protection rule* adapte ainsi la *trade-through rule* à l'électronisation des marchés et en modifie le champ. Si seules les meilleures fourchettes des sept bourses américaines, du Nasdaq et du Nasdaq *Alternative display facility* (ADF) sont « protégées », l'obligation de mettre en place des dispositifs appropriés pour éviter de négocier à l'extérieur de ces fourchettes protégées s'applique désormais à tous les *trading centers*, c'est-à-dire bourses, ECNs, plate-formes de négociation de blocs, teneurs de marché OTC et tout *broker-dealer* qui internalise l'exécution d'un ordre, soit face un autre client, soit face à son compte propre.

À la différence de la *trade-through rule*, et pour répondre aux critiques soulignant la lenteur de l'exécution des ordres sur certains marchés, les prix des marchés non électroniques ne sont pas protégés. Les marchés hybrides devront donc préciser dans l'affichage de leur meilleure fourchette s'il s'agit d'un prix « manuel » ou d'un prix électronique. Les transactions de blocs ne sont pas exonérées de cette obligation mais les *intermarket swap orders* et les ordres qui sont soumis à des conditions autres que le prix du marché en vigueur bénéficient d'un régime particulier. Comme pour la règle de meilleure exécution dans la directive MIF, une instruction spécifique du client dégage l'intermédiaire de ses obligations au regard de l'*order protection rule*.

Par comparaison avec le dispositif européen, on observera que l'*order protection rule* est une règle de meilleure exécution au meilleur prix *stricto sensu*, ce qui peut faire sens dans un pays où les marchés au comptant ont tous recours à la même chambre de compensation et au même système de règlement-livraison (*Depository trust and clearing corporation* – DTCC). À la différence de la règle de meilleure exécution de la directive MIF qui s'applique

à l'ensemble des instruments financiers, l'*order protection rule* ne s'applique qu'aux seules valeurs admises aux négociations sur l'une des huit bourses (Nasdaq inclus). De façon originale pour un esprit européen, cette règle s'applique non seulement aux intermédiaires mais aux marchés eux-mêmes qui ne peuvent donc exécuter sur leur propres systèmes un ordre pour lequel un meilleur prix est disponible sur un autre marché.

La *market access rule* est le nécessaire complément de l'*order protection rule*. Il serait en effet vain de protéger les meilleurs prix si ces prix n'étaient pas aisément accessibles. Sans supprimer l'ITS, qui a vieilli, la SEC encourage la création d'interconnexions privées entre les bourses, sur le modèle de ce qui existe pour le marché OTC. La *market access rule* limite également les commissions (*fees*) que peuvent faire payer les ECNs quand leur prix sont « tapés » par des entités qui ne sont pas des membres de l'ECN, ceci afin de ne pas dénaturer la réalité du meilleur prix affiché. Pour les mêmes raisons, une limite s'appliquera également aux commissions susceptibles d'être facturées par les marchés. Enfin, pour que les fourchettes des teneurs de marché (*dealers*), qui traditionnellement incluent la rémunération du teneur, soient compétitives par rapport à celles d'intermédiaires agissant pour compte de tiers (*brokers*), la SEC autorise aussi les teneurs de marché à facturer un « *access fee* » qui vient en complément de rémunération de la fourchette acheteur/vendeur. Enfin le seuil à partir duquel un ATS ne doit pas refuser l'accès à son système de façon discriminatoire à un quelconque client est abaissé de 20 % à 5 %. On retiendra sans doute de cette règle la volonté dont elle témoigne que l'information sur un prix ne soit pas dénaturée par les coûts cachés que pourrait générer l'exécution d'un ordre à ce prix. La notion de « prix total » prévue par la règle de meilleur exécution dans la directive MIF n'est plus très loin...

La troisième série de règles vise à aménager la rémunération perçue pour les *exchanges* au titre de la publication des données de marché. Sans rentrer dans les détails, assez complexes, du nouveau mode de calcul, il en ressort que la rémunération perçue par une bourse ne sera plus seulement fonction du nombre d'ordres affichés ou de transactions publiées mais également de la qualité de ces données. Ainsi une bourse qui publie des ordres et des transactions qui contribuent au mécanisme de découverte de prix sera rémunérée davantage qu'un marché plus « passif »,

à nombre ou volume de transactions égal. Par ailleurs les membres des marchés, (les *brokers dealers* et les ECNs) ont désormais le droit de vendre leurs propres données dès lors que les données minimales requises sont également données à la bourse pour inclusion dans le "*consolidated data stream*".

Comme indiqué plus haut, c'est là un domaine que la directive MIF laisse très largement à l'industrie. Aux États-Unis, les *market data rules* relèvent d'une approche plus prescriptive dans la répartition des revenus tirés de la publication des données de marché qui tend à reconnaître désormais la possibilité pour les membres d'un marché de tirer des revenus de la publication d'informations non essentielles (*non-core information*).

### 3| Vers une efficacité des marchés européens entre fragmentation et accroissement de la liquidité ?

Avec leurs similarités et leurs différences, la directive MIF et Reg NMS s'inscrivent en tout état de cause dans des paysages boursiers sensiblement différents.

Aux États-Unis, l'organisation de la concurrence entre systèmes de négociation figure parmi les missions mêmes confiées à la SEC en 1975 par le *national market system* et l'existence de multiples pôles de liquidité pour une valeur est, depuis plusieurs décennies, l'une des caractéristiques du marché américain au comptant, tout aussi unifié dans sa partie post-marché (compensation et règlement-livraison) qu'il est multiple et diversifié dans sa partie négociation. Pour mémoire, et à grand trait, la décennie quatre-vingt-dix a été marquée, grâce à l'évolution de la technologie, par l'émergence des ATSS, puis des ECNs offrant un système de négociation dirigé par les ordres en réponse au mécontentement suscité par le système de tenue de marché en vigueur sur le Nasdaq. Si certains ont pu observer que le développement des ECN constituait sans doute déjà tout autant un mouvement de « concentration » autour

de quelques systèmes de négociation d'une liquidité extrêmement dispersée entre teneurs de marché du Nasdaq, qu'une nouvelle fragmentation de la liquidité, le début des années deux mille semble marqué par des évolutions ambivalentes.

Les ECN les plus importants fonctionnant selon un modèle de carnets d'ordres, proche de celui des bourses, ont parfois fait le choix, prévisible<sup>9</sup>, de devenir de véritables bourses, tel Archipelago devenu Archipelago Exchange, ou ArcaEx, du moins pour un temps. La technologie développée par ces systèmes — et la part de marché ainsi acquise — n'a en effet pas manqué de susciter l'intérêt des bourses plus établies. En 2005, ArcaEx a ainsi rejoint le New York Stock Exchange au sein de NYSE Group sous le nom de NYSE Arca. En rachetant BUT puis INET, également en 2005, le Nasdaq se dote du système de négociation, performant, dirigé par les ordres, développé par ses principaux concurrents d'alors. Ces mouvements de rapprochement simultanés entre bourses ou entre bourse et ECN ont à l'époque suscité de vives inquiétudes tant du côté du *buy-side* que du *sell-side* face à la création d'un duopole de négociation autour de NYSE et du Nasdaq, perçu comme facteur possible d'une augmentation des commissions ou du moins d'un ralentissement de leur baisse, dans un univers devenu moins concurrentiel. La reconcentration de la liquidité a ainsi été perçue davantage comme une menace que comme une opportunité.

Dans le même temps, le marché américain a vu un développement significatif de nouvelles plate-formes de négociation, telles que Liquidnet ou Pipeline, prenant souvent la forme de "*dark liquidity pools*", c'est-à-dire de systèmes de négociation appariant des ordres acheteurs et vendeurs de façon anonyme et sans transparence pré-négociation, le plus souvent par application au milieu de la fourchette de la *national best bid/offer*. L'objectif recherché par les utilisateurs de ces systèmes est à la fois de prévenir toute « fuite » d'informations concernant les ordres qu'ils cherchent à exécuter et d'éviter l'impact de marché susceptible d'être généré par l'exécution de transactions importantes. Dépourvues de transparence pré-négociation, les transactions conclues sur ces systèmes, qui occupent une part de marché croissante au moment même où la taille moyenne des transactions effectuées sur les *exchanges* décroît, font cependant l'objet d'une publication *ex-post*. Si Reg NMS n'a en rien freiné

9 Cf. article dans le Bulletin mensuel de la COB n° 340, novembre 1999

l'émergence de nouvelles plate-formes de négociation, elle n'est pas néanmoins sans influence. Ainsi, BATS, sur lesquels sont présents des "liquidity providers", a-t-elle demandé à être reconnue par la SEC en qualité d'*exchange* afin que ses prix soient directement protégés, sans avoir pour cela à les transmettre et à les rendre publics par l'intermédiaire d'un "exchange" éligible à l'*order protection rule*.

À la veille de l'entrée en vigueur de MIF, la liquidité restait, en Europe, largement concentrée sur les principaux marchés réglementés nationaux, y compris dans les États membres n'ayant pas d'obligation de concentration, sans que l'on observe non plus, à la différence de la concurrence entre le Nasdaq et le NYSE, de transferts de liquidité entre ces différents marchés réglementés.

Dans l'intéressant rapport publié en novembre 2005<sup>10</sup> au moment où tant Euronext que Deutsche Börse avaient indiqué réfléchir à un projet d'offre sur le London Stock Exchange, la Commission de la concurrence britannique (*the UK Competition Commission*) observait que, sur les sept initiatives lancées en Europe depuis 1995 par des marchés réglementés pour venir concurrencer d'autres marchés réglementés, une n'a finalement jamais vu le jour (projet Tiger d'Euronext), trois ont cessé leurs opérations en 2002 ou 2003 faute de succès (Easdaq, Jiway, Nasdaq Deutschland), tandis que trois autres continuent à opérer mais avec de faibles volumes (DTS-LSE ; Xetra Stat-DBAG, et Virt-x où les volumes restent faibles sur les valeurs autres qu'helvétiques).

L'étude de Thierry Foucault et Albert J. Menkveld sur "*Competition for order flow and small order routing systems*", présentée lors du Conseil scientifique de l'AMF le 24 février 2006 et publiée en 2007<sup>11</sup>, semble de la même façon corroborer l'idée d'une liquidité, du moins sur les actions, extrêmement stable (*sticky*) qui pourrait, en première analyse, conduire à relativiser les scénarios de réaménagement profond, et de fragmentation marquée, de la liquidité dans l'univers post-MIF.

Cette étude compare les négociations sur valeurs néerlandaises, d'une part sur le *Dutch Trading Service* (DTS) du LSE et, d'autre part, sur Euronext Amsterdam, entre le 25 mai 2004, date de

lancement de DTS, et le 31 janvier 2005, en sachant que DTS a été lancé par le LSE avec un modèle de marché — carnet d'ordres — similaire à celui d'Euronext avec les mêmes pas de cotation et en ayant recours à la même chambre de compensation, LCH Clearnet, les membres de deux marchés étant largement communs. Plusieurs de ses conclusions méritent attention.

Tout d'abord, l'introduction de DTS a accru la profondeur globale du carnet d'ordres sur les valeurs considérées car certains intervenants ont été incités à afficher dans DTS des ordres à la meilleure limite sur lesquels ils bénéficiaient d'un meilleur rang de priorité que celui dont ils avaient bénéficié sur le système NSC d'Euronext. Dans le même temps, la profondeur du carnet sur NSC augmente en raison d'une nette baisse des tarifs pratiqués pour répondre à la concurrence, nonobstant la légère perte de part de marché au profit de DTS, ce qui suggère une forte élasticité des apports de liquidité aux tarifs pratiqués par les marchés. Enfin, bien que les prix affichés dans le carnet de DTS ont ponctuellement été meilleurs que ceux affichés dans NSC, des membres du marché ont ignoré ces meilleurs prix et continué à négocier sur NSC, Foucault et Menkveld expliquant ce fait par la faible utilisation en Europe de systèmes intelligents de routage et d'exécution d'ordres ("*smart order routing systems*"), par les intermédiaires, systèmes souvent considérés comme non nécessaires dans un marché très concentré. En même temps, le fait que des ordres au meilleur prix soient restés inexécutés sur DTS a peu à peu découragé les apporteurs de liquidité d'afficher leurs ordres sur DTS et contribué, par là même, à la perte de vitalité du marché londonien sur ce segment d'activité.

Au regard de ces différents constats, et même s'il est assurément illusoire de vouloir, à cette heure, tenter de dresser une perspective des marchés financiers européens à moyen terme, plusieurs éléments peuvent néanmoins alimenter la réflexion.

L'entrée en vigueur de la directive MIF ouvre ici d'intéressantes perspectives. En effet, comme il a été rappelé plus haut, règles de transparence et de meilleure exécution sont les deux dispositifs introduits par MIF pour pallier les effets potentiellement dommageables de la fragmentation de la liquidité. Il est à cet égard probable que, même

10 "A report on the proposition of acquisition of London Stock Exchange plc" by Deutsche Börse AG on Euronext NV

11 Foucault (T.) et Menkveld (A.J.) (2007) : "Competition for order flow and small order routing systems", *Fourthcoming Journal of Finance*

si les critères de meilleure exécution ne sont pas aussi étroitement liés au seul critère de prix qu'aux États-Unis, la mise en œuvre de cette règle conduira nécessairement au développement en Europe de ces systèmes dits « intelligents » de routage d'ordres vers le marché ou la plate-forme répondant au mieux à cette exigence à un moment donné. L'obligation faite au prestataire de revoir, au moins une fois par an, sa politique d'exécution pour s'assurer qu'elle intègre bien, de façon évolutive, les systèmes de négociation susceptibles de fournir le meilleur résultat pour ses clients devrait également donner une plus grande chance à des nouveaux systèmes d'émerger et de se développer.

Pour autant, sans doute les effets de l'entrée en vigueur de la seule règle de meilleure exécution ne doivent-ils pas être surestimés. Les exigences commerciales auxquelles doivent, d'ores et déjà, répondre les intermédiaires en charge de l'exécution des ordres face à leur clientèle institutionnelle ne seront guère renforcées par les exigences réglementaires issues de la directive. Or ces exigences se sont sensiblement renforcées au cours des dernières années dans la mesure où les gérants prêtent une attention grandissante à l'impact des coûts d'exécution dans la performance de leurs fonds et s'adjoignent de façon croissante les services d'outils de *transaction cost analysis* (TCA).

C'est donc peut-être tout autant l'évolution de la technologie que la fin de l'obligation de concentration qui pourrait finalement conduire à déplacer une liquidité jusque là relativement statique, ou à l'accroître.

Ces évolutions technologiques créent un environnement favorable à l'émergence de nouveaux systèmes grâce à l'utilisation d'un langage commun (FIX) et au renforcement de la connectivité qui permet pratiquement à n'importe quel utilisateur de dialoguer commodément avec n'importe quelle plate-forme de négociation.

Ces nouvelles technologies autorisent également une gestion plus fine de l'exécution des ordres à travers le *trading* algorithmique ou des arbitrages plus fins entre différents systèmes de négociation disponibles pour une même valeur. Dans le même temps, la baisse des coûts supportés et facturés rend possibles des stratégies

de négociation qui n'auraient été ni techniquement réalisables, ni financièrement rentables il y a quelques années encore. L'exemple de Chi-X, anciennement Instinet, est ici éclairant.

Chi-X, système multilatéral de négociation agréé par la *Financial Services Authority* (FSA) britannique, sur lequel sont négociées des valeurs allemandes, néerlandaises, britanniques et françaises, explique la part de marché gagnée ponctuellement sur un nombre limité de valeurs par « la combinaison de tarifs moins élevés et une attente forte de clients européens pour plus de concurrence ». Si les marchés réglementés ont, depuis longtemps, mis en place une tarification différenciée selon que l'ordre entré par un membre apporte de la liquidité (*liquidity maker*) ou consomme de la liquidité (*liquidity taker*), Chi-X est le premier système de négociation européen à afficher et mettre en œuvre un véritable paiement pour flux d'ordres (*payment for order flow*), en versant 0,2 point de base du montant de la transaction au membre à l'origine de l'ordre ayant apporté la liquidité, et en facturant 0,3 point de base l'exécution des ordres consommant de la liquidité, dispositif à apprécier au regard des règles relatives aux rémunérations et aux avantages posés par la MIF et à sa directive d'application. Chi-X présente également l'originalité — du moins en Europe — de rémunérer l'apport de flux d'ordres par la distribution d'actions *corporate* à ses membres en fonction des volumes exécutés.

Au regard de l'élasticité de la liquidité aux tarifs pratiqués par les marchés et plate-formes de négociation, mise en évidence notamment par l'étude de Foucault et Menkveld, les premières analyses semblent indiquer que c'est effectivement une liquidité nouvelle que parvient à attirer Chi-X sur certaines valeurs, particulièrement celles d'arbitragistes cash/dérivés, sans que des déplacements de liquidité soient (encore ?) constatés.

C'est sur ce même créneau de coût et de rapidité des systèmes techniques que se positionne Turquoise, autre système multilatéral de négociation basé à Londres et dont le démarrage, initialement prévu en octobre 2007 a été retardé au début 2008. À la différence de Chi-X, détenu par Nomura, Turquoise se présente comme une plate-forme de négociation détenue par des intermédiaires<sup>12</sup> et gérée dans l'intérêt de ses membres, par opposition aux marchés réglementés

12 Les membres fondateurs de Turquoise sont Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et UBS.



désormais démutualisés et le plus souvent cotés. On observera toutefois le scepticisme exprimé par certains quant à la capacité de sept grandes banques d'investissement de gérer un système de négociation dans l'intérêt de l'ensemble des participants qui sont autant de concurrents, en dehors de tout conflit d'intérêt, alors même que les craintes liées à l'utilisation d'information sur leurs flux d'ordres constitue une préoccupation constante des institutionnels. Ce même type de réserve s'exprime parfois, dans le cas de Chi-X, s'agissant de la connaissance des flux de compensation par *European multilateral clearing facility NV* (EMCF), filiale de Fortis, pour assurer la compensation des transactions effectuées sur Chi-X.

Face à ces systèmes multilatéraux gérés, de façon mutualisée ou non, par des intermédiaires mettant simplement à la disposition de leurs membres les moyens technologiques nécessaires à la transaction, se positionnent les systèmes internes des grandes banques, le plus souvent anglo-saxonnes, dont la valeur ajoutée est de proposer, grâce aux fonds propres dont elles disposent et aux modèles développés, des prix pour des transactions de portefeuille et autres transactions complexes qui trouveraient difficilement à être exécutées sur des plates-formes de négociation multilatérales.

Nonobstant leur situation assez confortable aujourd'hui, les marchés réglementés ont conscience de la nécessité de s'adapter à ce cadre concurrentiel beaucoup plus marqué. Le rapprochement entre marchés, que ce soit au niveau européen (Euronext, LSE/Borsa Italiana) ou transatlantiques (NYSE Euronext, Nasdaq/OMX) et la volonté d'accéder à une masse critique et aux économies d'échelles afférentes, notamment dans le domaine informatique, est une réponse. De façon plus directement opérationnelle et immédiate, plusieurs marchés réglementés européens ont aussi mis en place, ou annoncé, de nouveaux aménagements à leur système de négociation destinés à maintenir ou renforcer l'attractivité de ces systèmes ainsi que l'extension de la gamme de services proposés à leurs membres.

Face à la concurrence possible des internalisateurs systématiques, le LSE a ainsi annoncé l'élargissement de son système de tenue de marché dans le carnet d'ordres de SETS aux valeurs les plus liquides du marché londonien, système jusque-là réservé aux valeurs moyennes considérées comme ne disposant pas d'une liquidité « naturelle ». Cet aménagement du

modèle de marché vise à permettre aux membres du LSE d'exécuter plus facilement les ordres de leurs clients face à leur compte propre, y compris sur les valeurs « liquides » au sens de la directive MIF dans le cadre d'un marché réglementé, sans entrer dans la définition d'un internalisateur systématique et avoir à satisfaire aux exigences qui s'y attachent. Le LSE continue ainsi, pour sa part, à bénéficier de la liquidité qui aurait pu potentiellement quitter le marché réglementé si ses membres avaient fait le choix, ou avaient dû se résoudre à être internalisateurs systématiques.

Une même volonté d'offrir à ses membres la possibilité d'optimiser l'exécution de leurs ordres tout en conservant un maximum de liquidité, non seulement sur le marché réglementé mais aussi dans le carnet d'ordres central, a conduit Euronext à développer un nouveau service à leur attention, l'*Internal matching facility*. À travers ce service, les membres ont ainsi la possibilité d'opter pour une règle de priorité « prix-membre-temps » aux termes de laquelle, à la meilleure limite, l'ordre d'un membre ayant opté pour ce service est exécuté en priorité par rapport à des ordres d'autres membres déjà en carnet à cette meilleure limite si un ordre en sens inverse, émanant du même membre, exécutable à cette limite, se présente. Ces ordres de sens inverse émanant d'un même membre ne faisant pas l'objet d'une compensation par LCH Clearent SA, ont en conséquence des coûts globaux d'exécution réduits.

Euronext a également annoncé, en réponse à l'initiative de Chi-X, sur lequel les valeurs sont cotées avec trois décimales, une cotation, début 2008, à trois ou quatre décimales ; l'équilibre est à trouver entre des *spreads* potentiellement plus étroits, qui rendent également plus difficile des *crossings* au milieu de la fourchette du marché réglementé par des systèmes concurrents, et la nécessité d'une homogénéisation suffisante des prix entrés dans le carnet d'ordres pour permettre un *matching* (accord) efficace des ordres.

La concurrence entre marchés et plate-formes porte aussi clairement sur les capacités de leurs systèmes informatiques, leur robustesse et les temps de latence (*latency*) auxquels est extrêmement sensible le *trading* algorithmique. Tant Euronext, pour ce qui est de NSC, que le LSE, pour TradElect, annoncent ainsi une réduction prochaine du temps de latence à dix millisecondes.

Enfin, les marchés réglementés entendent saisir les opportunités offertes par la MIF à travers la frontière d'une gamme de services beaucoup plus complète à leurs membres. Ces services portent notamment sur la publication des transactions, y compris lorsque ces transactions sont exécutées en dehors du marché réglementé et sur la déclaration des transactions aux régulateurs. Sont également en projet des systèmes de

routage d'ordres vers le marché le plus liquide lorsque le marché réglementé lui-même ne constitue pas le lieu d'exécution permettant de satisfaire aux obligations de meilleure exécution auxquelles est tenu le membre. L'annonce par Euronext du lancement de sa propre plateforme de négociation de blocs, en liaison avec quelques grandes banques, confirme cette stratégie de présence sur tous les secteurs d'activité.

*Marchés réglementés et prestataires de services d'investissement font aujourd'hui face à un environnement marqué tant par les évolutions technologiques que par les évolutions réglementaires. Des vues diverses s'expriment sur l'ampleur des changements qui affecteront à moyen terme l'organisation de transactions et le métier de l'intermédiation en Europe. Le risque d'une fragmentation de la liquidité est-il, comme certains l'affirment, un faible prix à payer face aux bénéfices, en termes de coûts et d'innovation, induits par une concurrence renforcée ? La technologie, qui permet le développement de cette concurrence, sera-t-elle, dans le même temps, le moyen d'en pallier les effets potentiellement dommageables ? Fragmentation et re-concentration de la liquidité par rapprochement ou fusion des marchés ou plateformes déterminent-elles désormais le rythme auquel devront s'habituer à vivre les marchés européens, sur le modèle américain ?*

*On s'autorisera à laisser ces questions sans réponse en y ajoutant toutefois une dernière voie de réflexion sur l'évolution du post-marché. Les mouvements de rapprochement et fusion entre marchés en Europe n'ont pas, pour l'instant, affecté les infrastructures du post-marché. Pour ces dernières, la Commission européenne a fait le choix, non pas d'une directive, mais d'un Code de conduite volontaire ayant vocation à promouvoir, au moins pour les titres de capital, la transparence des prix pratiqués par ces infrastructures, leur interopérabilité et le dégroupage des services proposés (unbundling). Dans le même temps, l'émergence des systèmes multilatéraux de négociation semble s'accompagner de choix innovants en matière de compensation, concourant encore à la fragmentation de cette activité en Europe. L'organisation des transactions a été au cœur des réflexions européennes au cours de ces dernières années. L'organisation du post-marché mérite assurément d'y trouver plus pleinement sa place.*

# Évolutions récentes du crédit aux ménages en France

---

**Julien DEMUYNCK**  
**Tatiana MOSQUERA-YON**

**Anne DUQUERROY**

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

*Service d'Ingénierie et de Coordination statistique*

*Les turbulences observées depuis l'été 2007 sur les marchés financiers n'ont guère affecté jusqu'à présent la distribution de crédits aux ménages français : elles ne semblent pas en effet avoir eu d'incidence majeure sur l'offre des banques, alors que la demande a continué de se modérer de manière graduelle dans le prolongement d'une tendance amorcée dès la fin 2006. À ce stade, l'évolution des conditions pratiquées en matière de prêts aux ménages s'est essentiellement traduite par le redressement des marges pratiquées sur les crédits nouveaux, tout particulièrement dans le domaine des prêts à l'habitat. Cependant, compte tenu du relèvement des taux débiteurs intervenu au cours des deux dernières années, l'alourdissement des charges d'intérêt va sans doute limiter le nombre des candidats à l'emprunt en mesure de satisfaire aux critères d'octroi. Alors même que les prêteurs semblent adopter des stratégies d'offre moins offensives, la demande de crédits à l'habitat devrait donc continuer à ralentir. Elle devrait toutefois être encore soutenue par certains facteurs favorables, structurels (démographiques et sociologiques) et conjoncturels (crédit d'impôt sur les intérêts des prêts immobiliers).*

Mots-clés : crédits à l'habitat, ménages, endettement, conditions du crédit, taux débiteurs

Codes JEL : DI, G2I

## I | La distribution de crédits aux ménages est restée principalement liée à l'évolution de la demande

### III | Ralentissement graduel de la demande de crédits des ménages

Les crédits à l'habitat représentent en France une part prépondérante des crédits aux ménages (73 % de l'encours total à fin 2007). Les statistiques de flux de contrats nouveaux comme celles relatives à la croissance de l'encours décrivent une décélération graduelle de cette catégorie de crédits, en France comme dans la zone euro, depuis la fin 2006, soit bien avant l'apparition des premiers signes

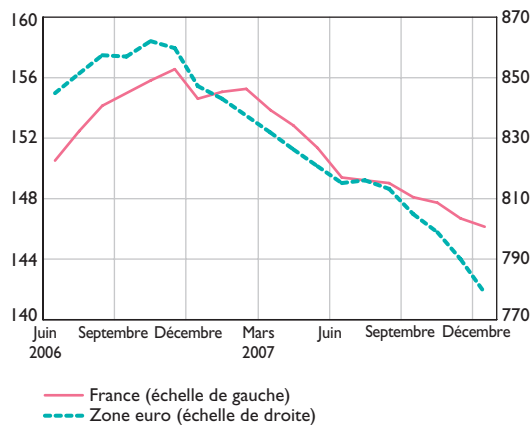
de tensions financières au milieu de l'été 2007 (cf. graphiques 1 et 2).

Cette décélération des prêts à l'habitat semble surtout imputable à la modération de la demande comme l'illustrent les résultats des dernières enquêtes trimestrielles sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* ; cf. graphiques 3). Les appréciations portées par les banques sur les évolutions de la demande de crédits à l'habitat font en effet état d'un ralentissement depuis fin 2006, en France comme dans l'ensemble de la zone euro<sup>1</sup>.

Selon les banques, le recul de la demande aurait été principalement lié à la perception d'une dégradation des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel (cf. graphiques 4). Il peut être également imputé à la hausse progressive des taux débiteurs intervenue depuis la fin 2005 en réponse au resserrement de la politique monétaire (cf. graphique 5).

Graphique 1 Contrats nouveaux de crédits à l'habitat aux ménages

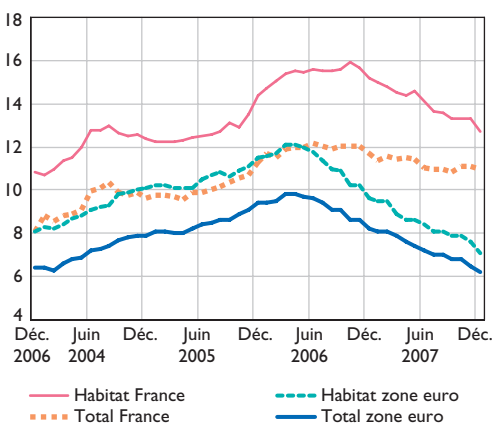
(flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)



Source : Banque de France - DESM, SASM

Graphique 2 Crédits aux ménages

(taux de croissance annuel)



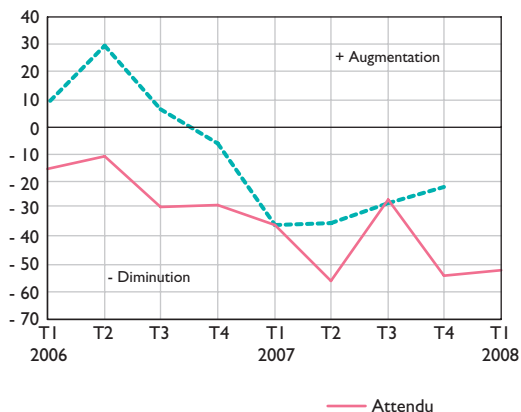
Note : Taux de croissance annuel calculé selon la méthodologie BCE ; produit de l'indice flux du mois rapporté à l'encours du mois précédent sur 12 mois  
Source : Banque de France - DESM, SASM

<sup>1</sup> L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée trimestriellement par la Banque de France auprès d'un échantillon de 15 réseaux bancaires, porte sur les évolutions passées et prévues de l'offre et de la demande de crédits, aux entreprises d'une part et aux ménages d'autre part. Pour la demande de crédits, le solde calculé à partir des réponses de l'enquête est égal à la différence entre le pourcentage des banques de l'échantillon qui ont perçu une hausse de la demande et le pourcentage de celles qui ont perçu une baisse.

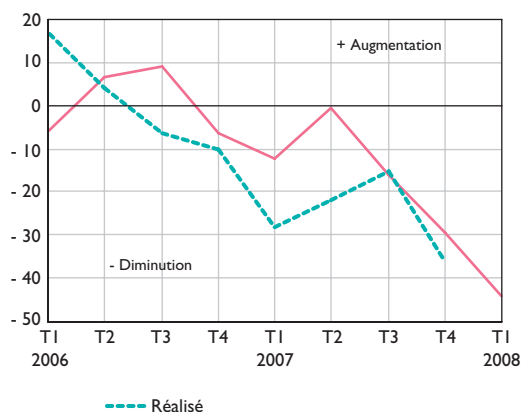
### Graphiques 3 Demande de crédits à l'habitat

(solde des réponses en %)

France



Zone euro

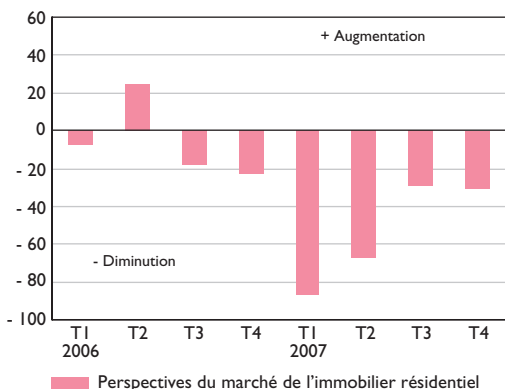
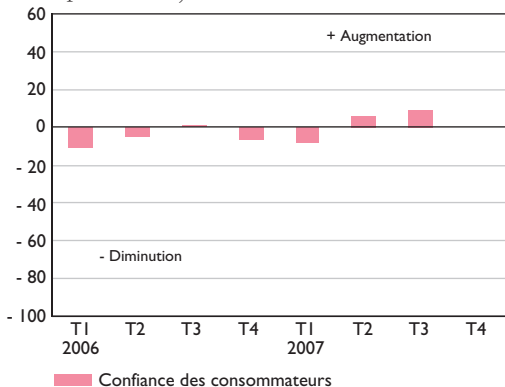


Source : Banque de France – DESM, SICOS, enquête sur la distribution du crédit bancaire France

Source : BCE, Bank Lending Survey zone euro

### Graphiques 4 Facteurs d'évolution de la demande de crédits à l'habitat – France

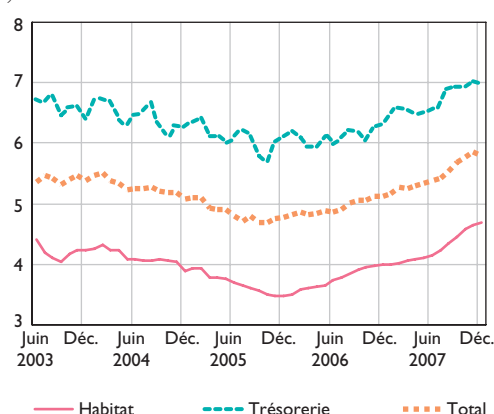
(solde des réponses en %)



Source : Banque de France – DESM, SICOS, enquête sur la distribution du crédit bancaire France

### Graphique 5 Taux des nouveaux crédits aux ménages – France

(en %)



Source : Banque de France – DESM, SASM

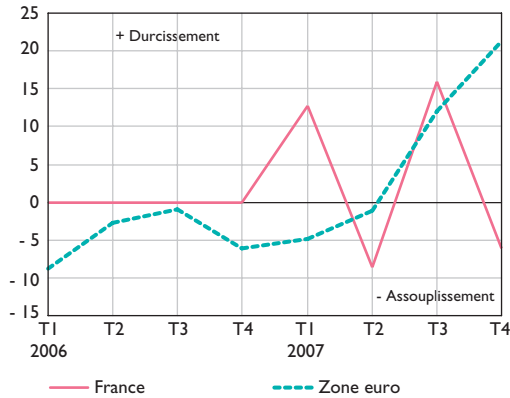
## I | 2 Quelques signes de resserrement de l'offre de crédits

Au-delà de la répercussion du renchérissement des conditions de refinancement sur les taux débiteurs, l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit montre qu'en France les critères d'octroi des crédits à l'habitat<sup>2</sup> ont amplement fluctué en 2007

<sup>2</sup> Les critères d'octroi des crédits sont les directives ou critères internes qui reflètent la politique de crédit d'une banque, alors que les conditions d'attribution des crédits se rapportent aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur (taux d'intérêt, montant maximum du crédit, frais autres que les intérêts, demandes de garanties, durée des crédits, etc.).

**Graphique 6 Évolution comparée des critères d'octroi du crédit à l'habitat – France et zone euro**

(solde des réponses en %)



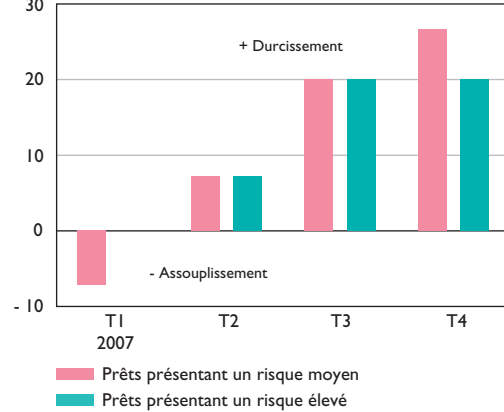
Source : Banque de France – DESM, SICOS, enquête sur la distribution du crédit bancaire et BCE, Bank Lending Survey

(cf. graphique 6), se resserrant au troisième trimestre, puis s'assouplissant au quatrième. Les banques qui pourraient à nouveau les resserrer au premier trimestre 2008 sont en proportion un peu plus élevée que celles qui prévoient de les assouplir. Dans l'ensemble de la zone euro, le net durcissement des critères d'octroi des crédits aux ménages intervenu au troisième trimestre 2007 s'est amplifié en fin d'année et semble appelé à se poursuivre au premier trimestre 2008.

La hausse des taux débiteurs paraît ainsi avoir été renforcée depuis le deuxième trimestre 2007 par le

**Graphique 7 Évolution des marges bancaires sur crédits à l'habitat – France**

(Solde des réponses en %)



Source : Banque de France – DESM, SICOS, enquête sur la distribution du crédit bancaire France

relèvement des marges pratiquées par les banques sur les crédits nouveaux, que ce soit pour les prêts les plus risqués ou pour ceux présentant un risque moyen. Ce phénomène, particulièrement marqué au quatrième trimestre en France (cf. graphique 7), a été également observé dans l'ensemble de la zone euro. Il traduit un mouvement général de réappréciation des risques de la part des banques et la baisse d'intensité de la concurrence pour la distribution des crédits à l'habitat, mais aussi les difficultés que les établissements prêteurs ont pu éprouver pour se refinancer sur le marché monétaire ou pour titriser leurs crédits.

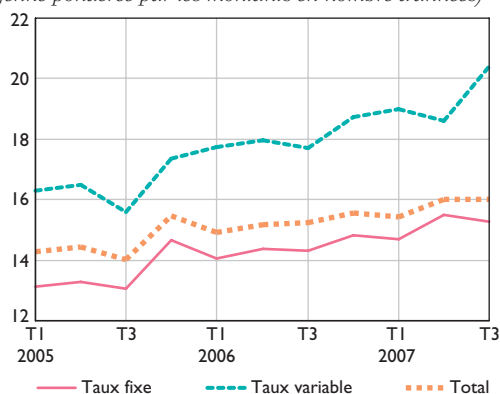
## 2| L'évolution de la demande de crédits des ménages dépend largement de leur capacité à accroître leur endettement

### 2| I Jusqu'à la fin 2006, le développement du crédit immobilier a bénéficié d'une conjonction de facteurs favorables

Au cours de ces dernières années, le contexte de forte concurrence a conduit les réseaux bancaires

**Graphique 8** Durée moyenne des nouveaux crédits à l'habitat

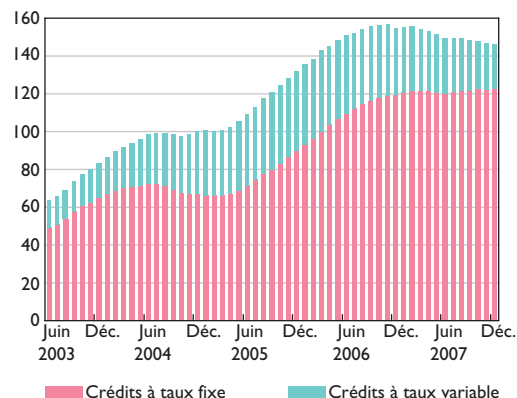
(Moyenne pondérée par les montants en nombre d'années)



Source : Banque de France – DESM, SASM, enquête sur le coût du crédit

**Graphique 9** Ventilation des nouveaux crédits à l'habitat à taux fixe et à taux variable

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



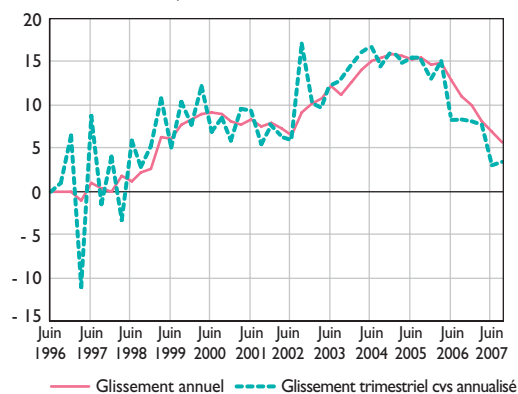
Source : Banque de France – DESM, SASM

à utiliser les prêts immobiliers comme un « produit d'appel » : bas niveau des taux d'intérêt, faibles marges, allongement de la durée des crédits (cf. graphique 8) et développement des crédits à taux variable (cf. graphique 9) ont contribué à élargir sensiblement la part de la population française pouvant prétendre à l'octroi d'un crédit immobilier.

Dans le même temps, la demande de financements pour l'accession à la propriété a été alimentée par l'augmentation continue des prix de l'habitat (cf. graphique 10), un fort développement des transactions sur le marché de l'ancien, et une nette reprise de la FBCF logement des ménages (cf. graphique 11).

**Graphique 10** Évolution de l'indice des prix des logements anciens

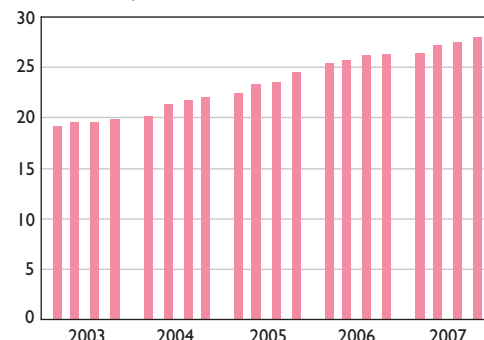
(glissement annuel en %)



Source : INSEE

**Graphique 11** FBCF des ménages (hors EI)

(en milliards d'euros)



Source : INSEE (comptes nationaux)

## 2|2 Le niveau de l'endettement des ménages et l'alourdissement des charges d'emprunts devraient désormais peser plus sensiblement sur la demande de crédits

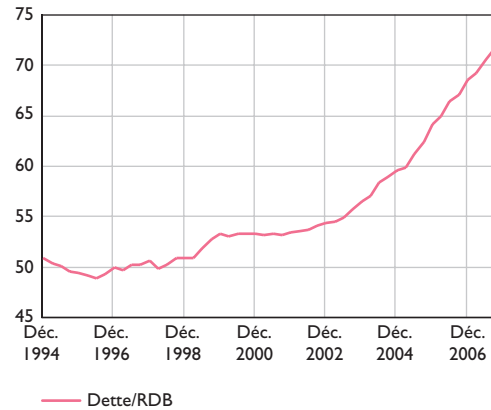
Au plan macroéconomique, le taux d'endettement des ménages, qui s'est sensiblement accru depuis la fin des années quatre-vingt-dix dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas, a atteint, à la fin du troisième trimestre 2007, 71,6 % de leur revenu disponible brut (cf. graphique 12).

Outre ce niveau d'endettement inédit, même s'il est encore modéré par rapport à celui enregistré dans d'autres pays industrialisés, d'autres facteurs contribuent à la poursuite du ralentissement de la distribution de crédits aux ménages :

- le plafonnement de fait de la durée des crédits à taux fixe (cf. graphique 8), qui représentent environ 90 % des montants octroyés ;
- le moindre recours aux prêts à taux variable, dont le flux cumulé sur 12 mois est déjà tombé de 34 milliards d'euros en janvier 2007 à 24 milliards en décembre 2007, évolution logique compte tenu de la

Graphique 12 Endettement des ménages

(en % du revenu disponible brut des ménages)

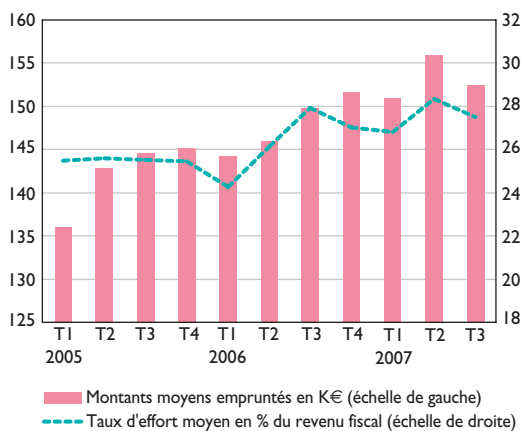


Sources : Banque de France – DESM, SESOF et INSEE

remontée des taux à court terme et de l'aplatissement de la courbe des taux intervenus depuis deux ans (cf. graphique 9).

Le taux d'effort<sup>3</sup> que doivent consentir les nouveaux candidats à l'acquisition d'un bien immobilier tend pour ces raisons à s'élever (cf. graphiques 13 et 14) et certains d'entre eux deviennent inéligibles aux critères d'octroi fixés par les banques. La distribution de crédits aux ménages devrait dès lors s'en trouver mécaniquement freinée.

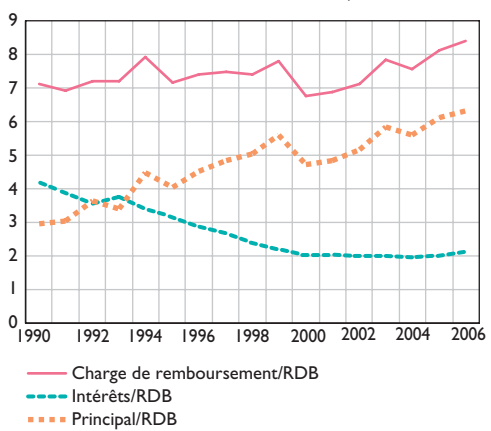
Graphique 13 Taux d'effort brut des ménages pour les crédits d'un montant supérieur à 80 K€



Source : Banque de France – DESM, SASM, enquête sur le coût du crédit

Graphique 14 Charge de remboursement d'emprunts immobiliers

(en % du revenu disponible brut des ménages)



Sources : Banque de France – DESM, SASM et INSEE (comptes nationaux)

3 Le taux d'effort des ménages est ici défini comme le rapport entre la charge annuelle du crédit à l'habitat (intérêts et capital) et le revenu fiscal. Ce ratio ne prend en compte que les nouveaux crédits de la période sous revue, et n'intègre donc pas les dettes contractées auparavant. Le seuil de 80 K€ retenu pour les crédits nouveaux correspond à leur montant médian observé sur la période considérée.



Au total, le crédit aux ménages connaît depuis 2006 une phase de ralentissement liée à l'affaiblissement progressif de la demande solvable, évolution sur laquelle sont venues se greffer les incidences de la crise financière et la tendance au durcissement des conditions d'offre de crédits.

La distribution de crédits à l'habitat devrait néanmoins encore bénéficier de certains facteurs favorables :

- *structurels (démographiques et sociologiques) : la proportion encore relativement faible de propriétaires occupants (57 %) et l'augmentation du nombre de ménages ; la demande potentielle de logements <sup>4</sup> a pu ainsi être estimée récemment dans une fourchette comprise entre 350 000 et 400 000 unités par an d'ici à 2010 <sup>5</sup> ;*
- *conjuncturels : les effets a priori stimulants sur la demande du mécanisme de crédit d'impôt sur les intérêts des prêts immobiliers en place depuis la mi-2007.*

<sup>4</sup> La demande potentielle de logement représente le flux de construction de logements neufs compatible avec la croissance attendue du nombre de ménages.

<sup>5</sup> Cf. notes de synthèse du SESP (2007) : « Projection réalisée sous des hypothèses raisonnables de vacance et de renouvellement du parc », n° 165, avril-mai-juin



## 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

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

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

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

(données cvs)

	2007						
	mai	juin	juil.	sept.	oct.	nov.	déc.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>
Biens intermédiaires	7	9	12	-5	16	-2	-8
Biens d'équipement	12	16	11	5	12	1	-12
Industrie automobile	-4	-3	2	11	21	-20	-18
Biens de consommation	2	14	18	5	26	-3	-17
Industries agricoles et alimentaires	11	3	9	4	16	-1	6
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>17</b>
Biens intermédiaires	15	6	-6	19	15	9	20
Biens d'équipement	22	13	7	19	16	8	28
Industrie automobile	6	-10	-40	24	14	24	22
Biens de consommation	13	11	1	6	3	2	14
Industries agricoles et alimentaires	15	15	10	16	12	16	16
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>4</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>
Étrangères	11	12	12	5	23	4	0
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>25</b>
Biens intermédiaires	24	25	25	21	22	16	15
Biens d'équipement	68	65	64	65	65	62	64
Biens de consommation	23	21	23	16	13	18	18
Industries agricoles et alimentaires	26	7	13	15	17	16	12
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Biens intermédiaires	-2	-2	-2	1	5	4	4
Biens d'équipement	7	12	9	8	4	5	5
Industrie automobile	1	8	6	3	-10	0	1
Biens de consommation	8	9	10	8	11	10	14
Industries agricoles et alimentaires	-2	-5	1	4	2	5	5
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>85,6</b>	<b>85,7</b>	<b>85,3</b>	<b>85,2</b>	<b>86,0</b>	<b>85,0</b>	<b>81,8</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	1	-2	0	-1	-1	0	-2
Au cours des prochains mois	-3	-3	-5	0	-2	-1	-1
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>104</b>	<b>107</b>	<b>105</b>	<b>103</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

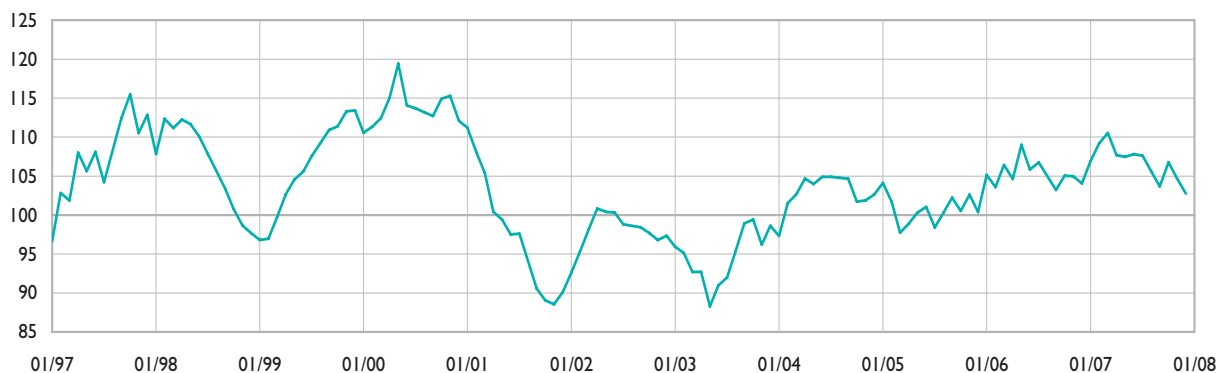
Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

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

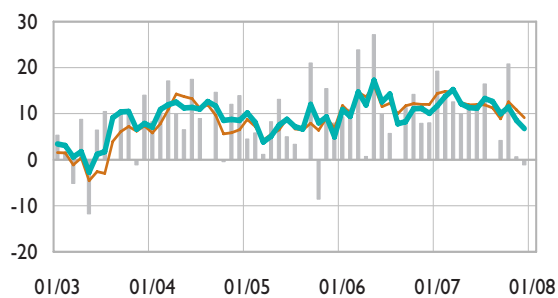
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



Commandes (solde des opinions)

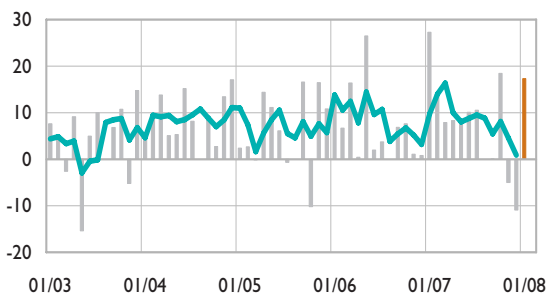
(variation mensuelle)



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

Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



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

Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

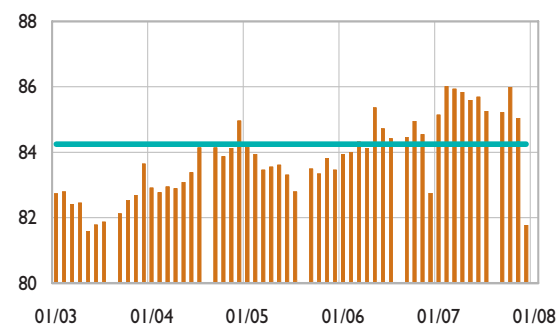
(par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie

(en %)



- TUC
- Moyenne 1981-2006

Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

Figure 3  
Indices des prix à la consommation

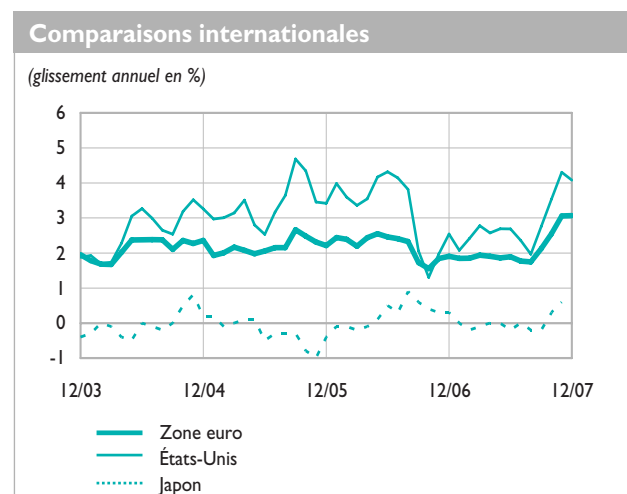
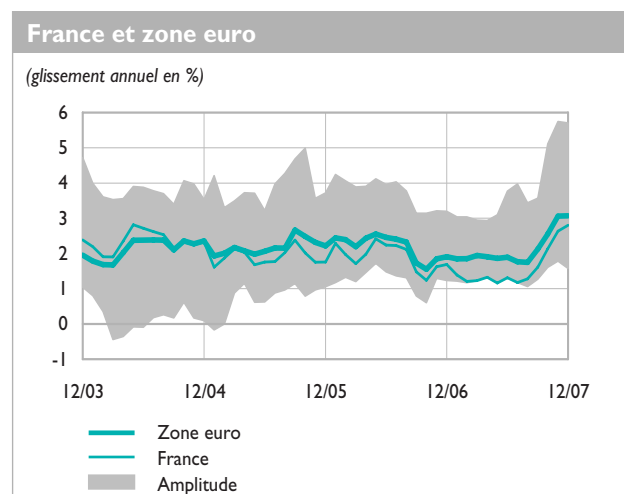
(glissement annuel)

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

(moyenne annuelle) (variation mensuelle CVS)

	2005	2006	2007	2007					
				juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
France	1,9	1,9	1,6	0,1	0,3	0,2	0,3	0,7	0,3
Allemagne	1,9	1,8	2,3	0,3	-0,1	0,7	0,2	1,0	-0,2
Italie	2,2	2,2	2,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4
Zone euro	2,2	2,2	2,1	0,2	0,1	0,2	0,4	0,6	0,2
Royaume-Uni	2,0	2,3	2,3	-0,3	0,1	0,1	0,5	0,4	0,3
Union européenne	2,3	2,3	2,4	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	3,4	3,2	2,9	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,8	0,3
Japon	-0,3	0,2	nd	0,1	0,2	-0,2	0,2	0,3	nd

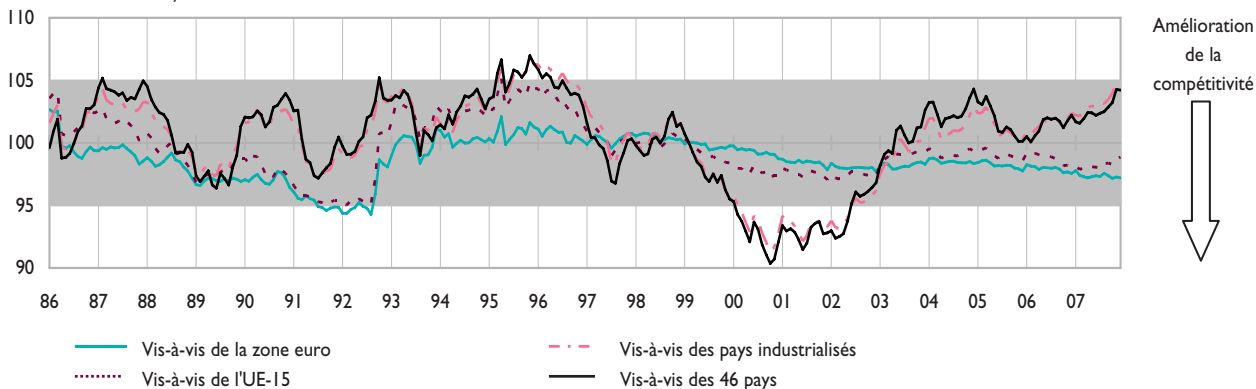


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon  
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

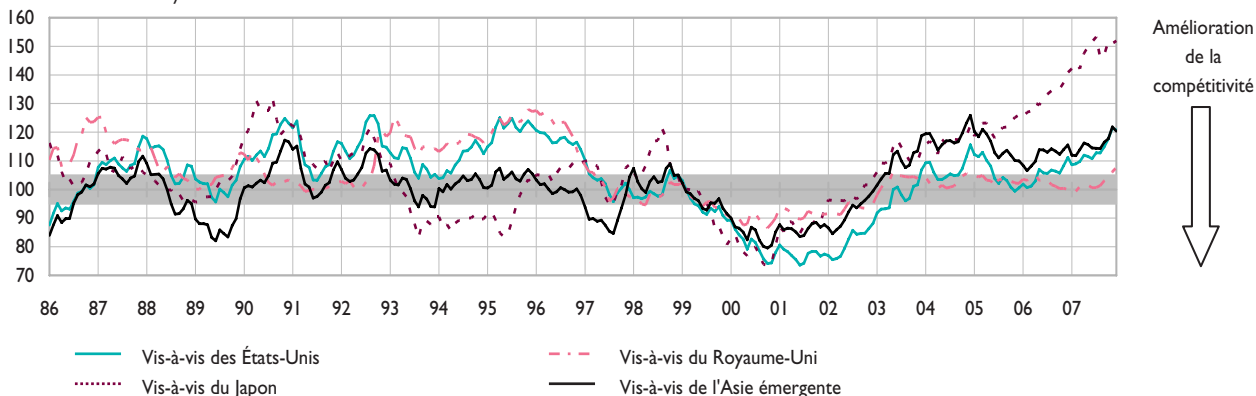
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



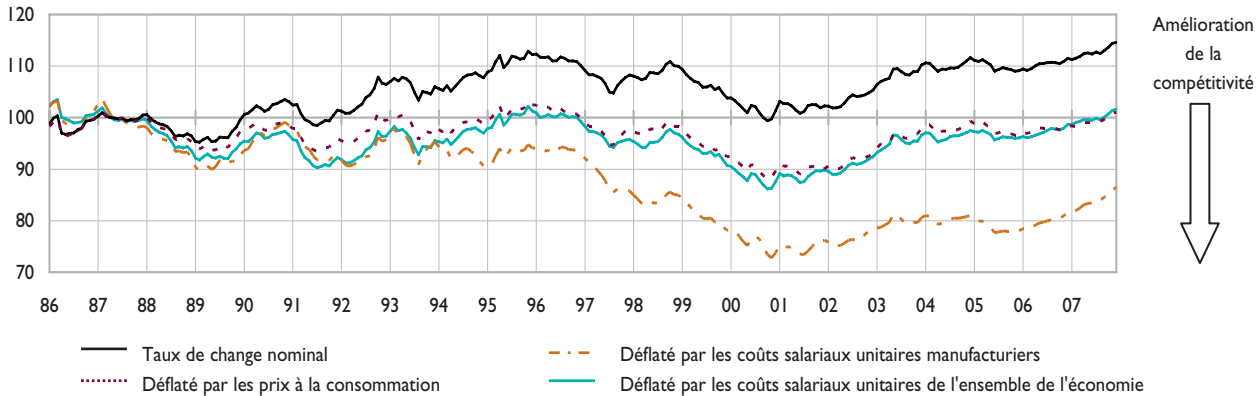
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

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 21 janvier 2008



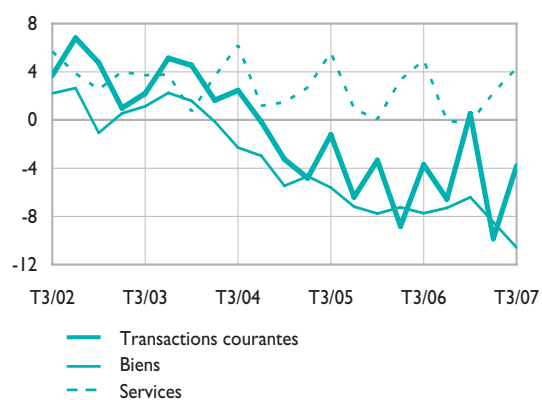
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)
<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>-9 856</b>	<b>-3 818</b>
Biens	-22 950	-30 029	-7 734	-7 298	-6 419	-8 468	-10 580
Services	10 644	8 271	4 962	-89	-213	2 249	4 300
Revenus	18 716	21 040	6 064	7 828	8 365	2 956	9 780
Transferts courants	-22 112	-21 734	-7 006	-7 012	-1 207	-6 593	-7 318
<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>126</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>33 967</b>
Investissements directs	-32 091	-27 071	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539	-21 029
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-21 617	-33 524	-27 918	-39 269	-45 263
Étrangers en France	65 184	64 629	9 109	20 224	20 447	27 730	24 234
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-24 199	11 100	12 630	444	-16 022
Avoirs	-194 481	-270 546	-75 958	-68 291	-45 849	-48 403	-12 864
Engagements	180 810	211 024	51 759	79 391	58 479	48 847	-3 158
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 075	-1 749	-1 778	-1 513	-474
Autres investissements	22 997	155 946	61 156	-20 469	24 408	24 766	75 326
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>-4 042</b>	<b>-30 276</b>

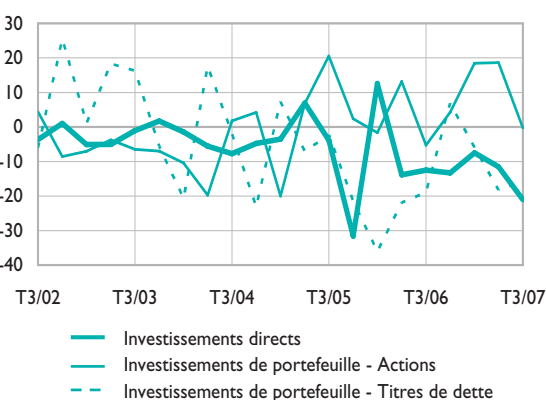
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

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

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
<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>-9 856</b>	<b>-3 818</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>-10 580</b>
Exportations	353 516	384 873	89 564	99 741	100 307	101 465	95 060
Importations	376 466	414 902	97 298	107 039	106 726	109 933	105 640
Marchandises générales	-21 245	-27 868	-7 294	-6 751	-5 835	-7 739	-10 125
Avitaillement	-980	-1 524	-387	-400	-278	-254	-375
Travail à façon et réparations	-725	-637	-53	-147	-306	-475	-80
<b>Services</b>	<b>10 644</b>	<b>8 271</b>	<b>4 962</b>	<b>-89</b>	<b>-213</b>	<b>2 249</b>	<b>4 300</b>
Exportations	95 609	94 226	27 502	21 237	20 765	25 137	27 686
Importations	84 965	85 955	22 540	21 326	20 978	22 888	23 386
Transports	-3 401	-2 573	-433	-307	-203	-280	-18
Voyages	10 834	12 066	5 786	1 130	1 724	3 361	5 786
Services de communication	1 084	1 301	343	367	276	219	296
Services de construction	1 613	1 904	451	598	566	578	519
Services d'assurances	-903	-1 216	-288	-232	-363	-133	-105
Services financiers	-761	-1 890	-448	-525	-286	-576	-334
Services d'informatique et d'information	-63	-21	-82	-69	65	96	-131
Redevances et droits de licence	2 528	2 334	783	477	715	1 099	600
Autres services aux entreprises	347	-2 746	-955	-1 184	-2 543	-1 949	-2 041
Services personnels, culturels et récréatifs	-535	-758	-176	-251	-183	-140	-223
Services des administrations publiques	-99	-130	-19	-93	19	-26	-49
<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>9 780</b>
Rémunérations des salariés	8 507	8 564	2 132	2 147	2 171	2 212	2 166
Revenus des investissements	10 209	12 476	3 932	5 681	6 194	744	7 614
Directs	15 828	18 969	4 404	6 477	5 895	6 352	6 996
De portefeuille	-2 095	-1 392	1 367	372	2 161	-3 150	2 532
Autres	-3 524	-5 101	-1 839	-1 168	-1 862	-2 458	-1 914
<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>-7 318</b>
Transferts courants du secteur des APU	-14 923	-13 663	-4 974	-5 009	797	-4 656	-5 030
Transferts courants des autres secteurs	-7 189	-8 071	-2 032	-2 003	-2 004	-1 937	-2 288
dont envois de fonds des travailleurs	-2 084	-2 063	-561	-467	-527	-442	-555
<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>126</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

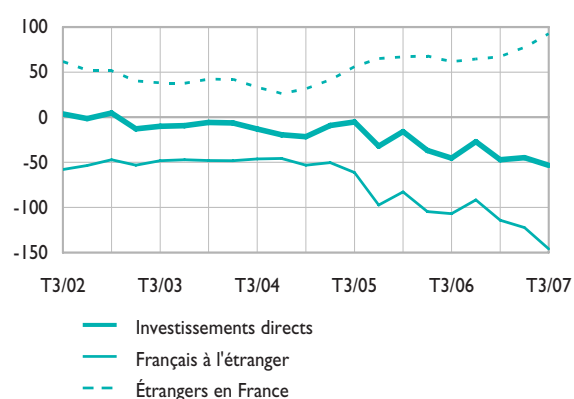
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005 (a)	2006 (a)	2006		2007		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)
<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>33 967</b>
Investissements directs	-32 091	-27 071	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539	-21 029
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-21 617	-33 524	-27 918	-39 269	-45 263
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-45 534	-61 329	-11 838	-22 986	-18 043	-21 238	-31 728
Étrangers en France	65 184	64 629	9 109	20 224	20 447	27 730	24 234
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	29 863	29 641	2 941	10 243	5 568	10 557	7 284
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-24 199	11 100	12 630	444	-16 022
Avoirs	-194 481	-270 546	-75 958	-68 291	-45 849	-48 403	-12 864
Actions	-42 854	-48 290	-26 670	-19 811	7 299	15 036	-7 123
Obligations	-139 881	-225 189	-44 205	-49 994	-40 348	-79 544	-14 503
Instruments du marché monétaire	-11 746	2 933	-5 083	1 514	-12 800	16 105	8 762
Engagements	180 810	211 024	51 759	79 391	58 479	48 847	-3 158
Actions	52 608	58 841	21 441	24 074	11 173	3 640	6 854
Obligations	109 321	165 424	38 181	62 019	36 173	28 808	-1 052
Instruments du marché monétaire	18 881	-13 241	-7 863	-6 702	11 133	16 399	-8 960
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 075	-1 749	-1 778	-1 513	-474
Autres investissements	22 997	155 946	61 156	-20 469	24 408	24 766	75 326
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-2 335	135 629	64 450	-32 474	33 028	25 913	52 777
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>-4 042</b>	<b>-30 276</b>

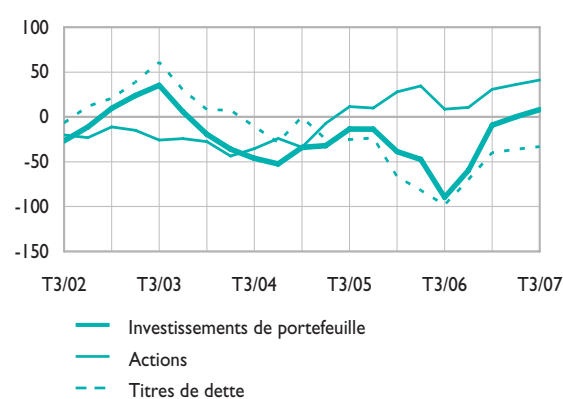
#### Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

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

(données brutes en millions d'euros)

	3ème 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	79 883	30 116	14 060	2 675	5 772	3 375
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-13 752	3 104	1 226	132	-5	-2 358
Recettes	46 229	14 686	6 537	1 386	2 423	2 517
Dépenses	59 981	11 583	5 311	1 254	2 427	4 875
Services	878	2 201	339	-21	161	321
Recettes	10 090	5 610	2 672	322	1 355	760
Dépenses	9 212	3 411	2 333	344	1 193	439
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	22 674	8 031	4 662	959	1 732	92
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 883	-3 332	-60	-10	-417	-27
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Investissements directs	-17 217	293	167	-375	-719	-235
Français à l'étranger	-30 775	-5 067	-2 823	-585	-1 427	-240
Étrangers en France	13 558	5 359	2 990	211	708	5
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-27 551	8 098	9 873	4 671	448	-405
Actions	-10 242	3 407	273	2 974	1 089	-342
Obligations	-16 046	763	5 304	1 008	-45	-49
Instruments du marché monétaire	-1 263	3 928	4 295	689	-596	-15
Autres investissements	15 651	55 372	12 134	-1 762	744	6 021
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-977	52 996	7 542	-1 028	-3 410	6 252

(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	
	nov.	sept.	oct.	nov.	2006	2007
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-3 395</b>	<b>-1 037</b>	<b>-3 096</b>	<b>-5 607</b>	<b>-22 838</b>	<b>-22 191</b>
Biens	-2 719	-3 348	-3 173	-5 439	-29 669	-36 624
Services	-120	1 359	-6	-33	8 392	6 791
Revenus	1 664	3 528	2 451	1 723	20 604	29 533
Transferts courants	-2 220	-2 576	-2 368	-1 858	-22 165	-21 891
<b>Compte de capital</b>	<b>66</b>	<b>7</b>	<b>79</b>	<b>153</b>	<b>-281</b>	<b>1 892</b>
<b>Compte financier</b>	<b>13 079</b>	<b>25 614</b>	<b>-31 949</b>	<b>9 128</b>	<b>50 544</b>	<b>38 510</b>
Investissements directs	-854	-4 067	-2 563	-6 600	-32 129	-60 390
Français à l'étranger	-6 920	-14 062	-10 581	-19 205	-98 753	-159 880
Capital social	-3 886	-5 656	-3 563	-12 210	-46 299	-78 572
Bénéfices réinvestis	-1 714	-2 022	-2 022	-2 022	-20 357	-23 956
Autres opérations	-1 320	-6 384	-4 996	-4 973	-32 097	-57 352
Étrangers en France	6 066	9 995	8 018	12 605	66 624	99 490
Capital social	1 237	2 223	1 028	3 142	18 205	20 984
Bénéfices réinvestis	963	1 140	1 140	1 140	11 607	13 503
Autres opérations	3 866	6 632	5 850	8 323	36 812	65 003
Investissements de portefeuille	10 244	-927	-886	-26 202	-77 422	-7 055
Avoirs	-20 581	2 806	-12 326	-35 839	-287 331	-154 545
Actions	-2 518	-3 898	2 234	-19 226	-50 547	-8 133
Obligations	-21 934	-2 216	-7 807	-19 455	-241 491	-160 207
Instruments du marché monétaire	3 871	8 920	-6 753	2 842	4 707	13 795
Engagements	30 825	-3 733	11 440	9 637	209 909	147 490
Actions	5 125	-497	2 951	2 783	61 811	44 722
Obligations	23 850	1 206	5 556	7 392	157 351	95 663
Instruments du marché monétaire	1 850	-4 442	2 933	-538	-9 253	7 105
Produits financiers dérivés	-1 094	-1 977	1 000	-974	2 511	-3 588
Autres investissements	4 369	33 114	-28 445	42 155	161 484	116 301
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-10 630	26 553	-33 871	27 722	146 321	85 109
Avoirs de réserve	414	-530	-1 055	749	-3 900	-6 760
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-9 750</b>	<b>-24 585</b>	<b>34 966</b>	<b>-3 674</b>	<b>-27 426</b>	<b>-18 214</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

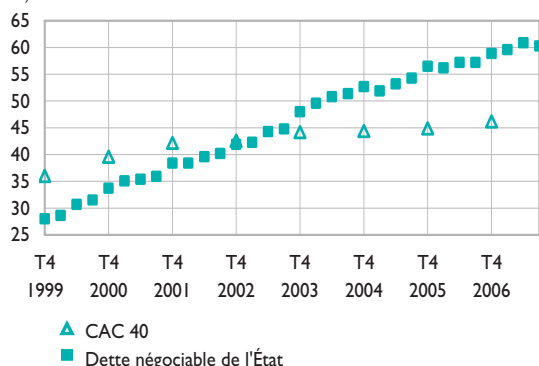
**Figure 10**  
**Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)**

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T3
<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>4 648,6</b>
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	916,7
<i>Capitaux propres</i>	390,2	380,1	418,1	492,7	538,1	597,5
<i>Autres opérations</i>	168,9	193,5	202,6	255,2	282,1	319,2
Investissements de portefeuille	888,6	1 084,4	1 285,1	1 581,9	1 844,4	1 941,5
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	390,5	480,3	562,3	661,6	749,1	814,1
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	498,1	604,1	722,8	920,3	1 095,3	1 127,4
Produits financiers dérivés	103,1	93,1	99,7	178,4	279,7	447,3
Autres investissements	752,5	721,9	804,8	1 067,5	1 169,5	1 264,1
<i>IFM</i>	516,4	492,0	578,9	840,7	945,6	1 040,5
<i>Non IFM</i>	236,1	229,9	225,9	226,8	224,0	223,6
Avoirs de réserve	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6	79,1
<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>-4 922,6</b>
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-663,1
<i>Capitaux propres</i>	-232,3	-267,4	-295,2	-321,1	-350,7	-374,1
<i>Autres opérations</i>	-135,1	-150,4	-176,0	-211,2	-243,7	-289,0
Investissements de portefeuille	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 108,0
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-242,9	-287,6	-325,5	-414,7	-513,8	-534,4
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-811,5	-1 000,2	-1 134,3	-1 352,1	-1 505,0	-1 573,6
Produits financiers dérivés	-107,1	-117,0	-136,6	-226,6	-337,5	-508,2
Autres investissements	-786,1	-772,2	-893,7	-1 194,7	-1 441,5	-1 643,3
<i>IFM</i>	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 245,0	-1 434,1
<i>Non IFM</i>	-154,0	-148,1	-153,3	-178,5	-196,5	-209,3
<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>-274,0</b>

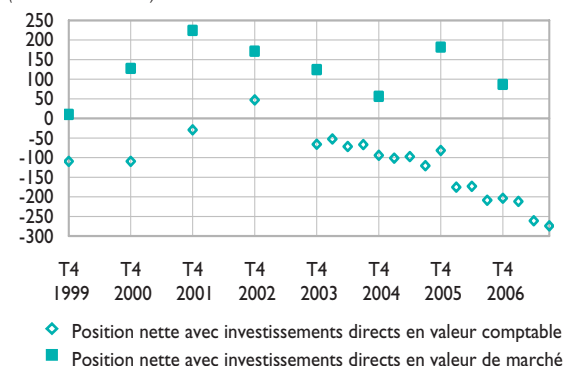
**Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État**

(en %)



**Position extérieure de la France**

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

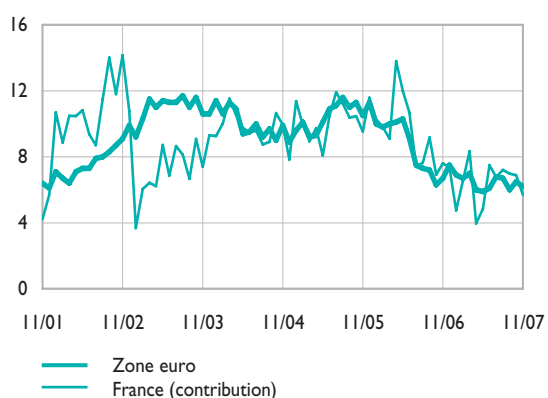
**Figure 11**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2007							
	déc.	déc.	déc.	nov.	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	
<b>M1</b>												
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,5	6,7	5,9	6,1	6,8	6,7	6,0	6,5	6,2	
France (contribution)	7,8	11,6	7,4	7,6	4,8	7,5	6,8	7,2	7,0	6,9	5,7	
<b>M2</b>												
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	8,9	9,3	9,5	10,4	10,5	10,2	11,2	10,9	
France (contribution)	7,1	8,1	8,4	8,4	9,8	11,1	11,7	11,8	11,8	13,3	13,6	
<b>M3</b>												
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,9	9,4	10,6	11,0	11,7	11,6	11,3	12,3	12,3	
France (contribution)	8,2	8,5	10,7	11,1	12,1	13,2	13,0	12,1	13,0	14,0	15,2	
<b>Crédits au secteur privé</b>												
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	11,2	10,4	10,8	11,0	11,2	11,0	11,2	11,0	
France (b)	9,0	9,3	12,7	13,5	13,1	13,5	14,8	14,9	15,4	14,2	14,6	

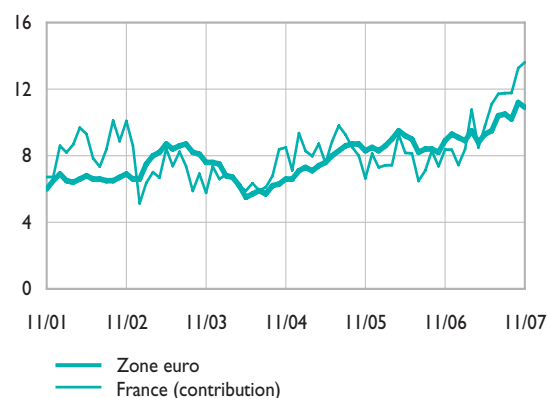
### M1

(taux de croissance annuel en %)



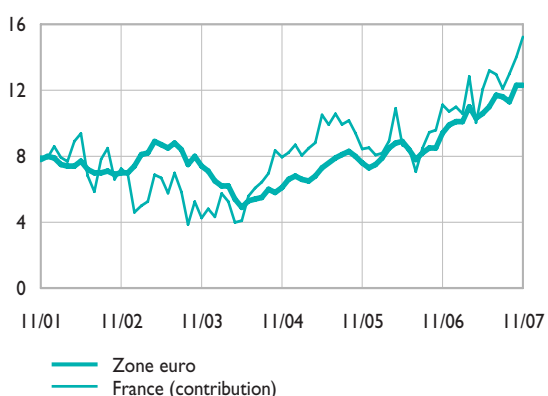
### M2

(taux de croissance annuel en %)



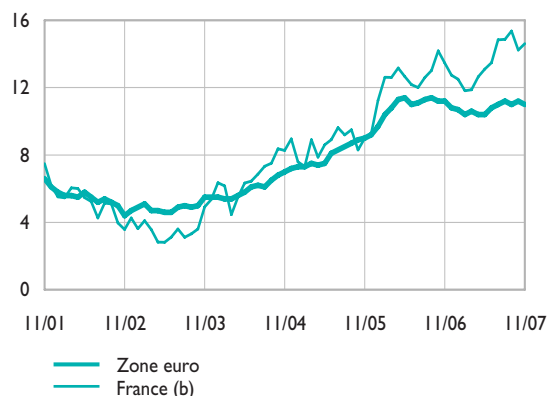
### M3

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 21 janvier 2008

**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.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Actif</b>								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	32,7	61,3	71,7	72,0	76,2
Crédits	17,7	27,4	23,6	24,7	47,9	58,1	57,4	61,0
IFM	17,3	27,1	23,3	24,4	47,7	57,8	57,2	60,8
Administration centrale	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur privé	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	5,5	6,8	8,1	8,1	13,4	13,6	14,6	15,3
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	8,1	13,4	13,6	14,6	15,3
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	23,9	20,4	9,1	16,9	9,1	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	34,3	40,1	39,6	42,5	40,3
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	43,0	41,8	44,2	46,2	44,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	100,0	108,7	127,3	142,8	154,9
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>227,0</b>	<b>261,2</b>	<b>291,9</b>	<b>312,5</b>	<b>325,1</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	31,8	28,0	45,2	45,4	41,9
IFM	28,7	28,6	29,8	31,0	27,2	44,2	44,3	41,2
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,4
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	13,8	10,9	19,1	26,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	13,8	10,9	19,1	26,1
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	14,6	23,6	23,4	25,3	25,5
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	180,6	195,6	212,4	222,7	231,6
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	116,7	123,5	123,6	124,4	125,2
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	32,9	45,7	48,0	48,4	48,6	51,6	51,6	51,6
Autres	7,4	16,3	17,9	15,5	23,4	37,2	46,7	54,8
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>227,0</b>	<b>261,2</b>	<b>291,9</b>	<b>312,5</b>	<b>325,1</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.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 582,7	3 942,8	3 995,0	4 058,3	4 084,1
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 710,4	3 032,2	3 085,6	3 131,7	3 148,9
IFM	1 013,1	996,3	1 062,0	1 043,1	1 201,6	1 223,3	1 264,7	1 265,6
APU	139,5	150,8	155,7	150,5	163,9	168,7	167,1	165,5
Secteur privé	1 263,8	1 376,4	1 527,4	1 516,8	1 666,7	1 693,6	1 700,0	1 717,8
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	498,6	515,9	516,3	527,8	541,0
IFM ≤ 2 ans	162,6	140,0	172,4	178,7	187,5	193,8	201,4	208,8
IFM > 2 ans	53,3	57,4	65,7	65,8	69,4	69,6	69,7	73,0
APU	155,8	168,6	152,7	161,8	162,1	159,4	155,0	155,0
Secteur privé	89,4	89,6	90,3	92,4	96,9	93,4	101,7	104,1
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	77,9	84,8	83,6	86,7	87,4
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	295,7	309,8	309,6	312,1	306,9
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	878,0	972,7	964,7	992,7	1 018,6
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	959,6	1 065,3	1 007,8	1 067,2	1 090,3
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	794,2	896,8	992,9	974,7	996,9
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 214,5</b>	<b>6 877,6</b>	<b>6 960,4</b>	<b>7 092,9</b>	<b>7 189,9</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 241,5	2 496,9	2 534,7	2 577,9	2 585,2
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 031,8	1 212,5	1 227,9	1 272,1	1 284,2
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	15,1	14,3	26,9	16,5	20,4
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 194,6	1 270,0	1 279,9	1 289,3	1 280,6
Dépôts à vue	357,1	395,3	419,1	391,5	410,0	420,6	415,4	410,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	45,5	53,4	64,2	64,3	99,7	103,1	118,0	122,4
Dépôts à terme > 2 ans	306,4	307,1	297,3	291,5	281,8	278,5	277,4	274,4
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	377,5	392,6	416,7	408,4	430,1	429,1	429,5	427,5
Pensions	43,2	37,4	33,9	38,9	48,3	48,5	49,1	46,2
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	337,0	351,8	369,1	372,6	414,8
IFM	201,5	226,4	265,8	272,5	265,7	281,0	279,3	301,6
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	64,5	86,0	88,1	93,3	113,2
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	950,6	1 125,3	1 080,2	1 127,8	1 151,1
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 685,5	2 903,7	2 976,4	3 014,7	3 038,8
Titres de créance émis ≤ 2 ans	259,4	271,3	335,6	344,8	364,6	394,7	423,9	428,1
Titres de créance émis > 2 ans	404,8	458,6	531,2	520,9	595,1	592,6	600,7	605,2
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	449,9	474,1	453,5	452,2	460,7
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	364,6	384,5	385,7	385,8	384,1
Autres	521,1	765,0	944,6	1 005,2	1 085,4	1 150,0	1 152,1	1 160,7
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 214,5</b>	<b>6 877,6</b>	<b>6 960,4</b>	<b>7 092,9</b>	<b>7 189,9</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 ».

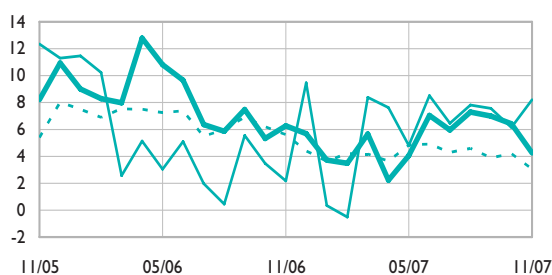
Figure 14  
Dépôts – France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	414,9	439,2	446,1	441,8	431,3
Ménages et assimilés	212,9	230,1	240,0	229,1	243,0	243,4	243,6	236,0
Sociétés non financières	124,2	139,9	151,9	134,2	139,6	146,4	140,8	144,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	47,8	55,6	56,1	51,5	56,7	56,3	57,3	50,9
Autres agents	17,5	22,6	25,4	25,6	25,4	28,2	27,6	26,9
<b>Total – Encours</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>473,4</b>	<b>440,5</b>	<b>464,6</b>	<b>474,3</b>	<b>469,4</b>	<b>458,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>4,3</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,4	116,5	116,6	116,7	116,5
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,8	19,4	19,5	19,6	19,6
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,0	38,0	37,7	37,6	37,4
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,8	60,6	60,7	61,1	61,2
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	57,1	58,8	59,1	59,3	59,3
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,7	7,0	7,0	7,1	7,1
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	126,6	129,9	128,5	128,1	126,4
<b>Total – Encours</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>416,7</b>	<b>408,4</b>	<b>430,1</b>	<b>429,1</b>	<b>429,5</b>	<b>427,5</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>

Dépôts à vue

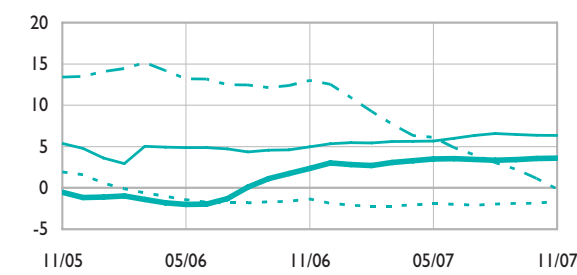
(en taux de croissance annuel)



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

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



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

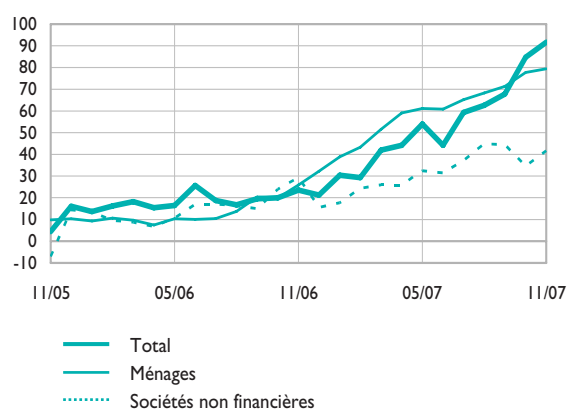
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	58,4	83,5	84,7	88,3	92,0
Ménages et assimilés	18,6	20,8	27,2	26,3	41,1	42,6	45,4	46,9
Sociétés non financières	22,8	26,5	30,4	31,6	41,7	41,4	42,2	44,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Autres agents	3,8	5,8	6,3	5,9	16,2	18,4	29,7	30,4
<b>Total – Encours</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>64,2</b>	<b>64,3</b>	<b>99,7</b>	<b>103,1</b>	<b>118,0</b>	<b>122,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,3</b>	<b>23,5</b>	<b>62,6</b>	<b>67,8</b>	<b>84,8</b>	<b>91,6</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	270,8	260,0	256,9	255,3	252,5
Ménages et assimilés	282,6	281,4	260,1	256,8	246,1	244,7	243,3	241,6
PEL	224,2	225,6	206,1	202,0	191,5	190,1	188,4	186,8
PEP	42,5	39,0	35,0	34,5	32,7	32,4	32,1	31,9
Autres	15,9	16,8	19,1	20,2	21,9	22,1	22,7	22,9
Sociétés non financières	13,1	13,5	13,4	14,0	13,9	12,2	12,0	10,8
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Autres agents	10,6	12,1	23,7	20,7	21,8	21,6	22,0	22,0
<b>Total – Encours</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>297,3</b>	<b>291,5</b>	<b>281,8</b>	<b>278,5</b>	<b>277,4</b>	<b>274,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,8</b>

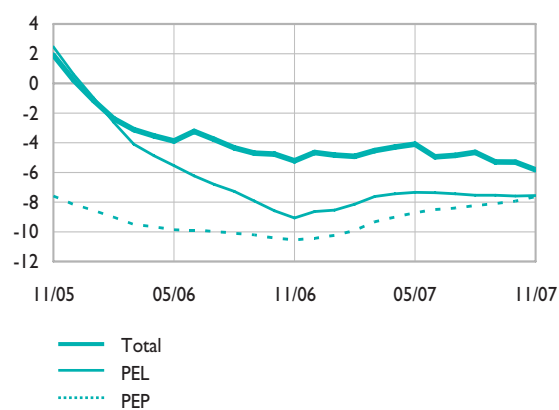
#### Dépôts ≤ 2 ans

(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.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 517,0	1 662,5	1 666,9	1 693,8	1 700,2	1 718,0
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	150,6	161,8	163,9	168,7	167,1	165,5
<b>Total – Encours</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 683,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 824,3</b>	<b>1 830,8</b>	<b>1 862,5</b>	<b>1 867,3</b>	<b>1 883,5</b>
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	12,2	13,0	13,3	14,0	13,2	13,9
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	11,6	9,7	9,3	9,8	10,9	10,0
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,9</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	216,3	229,9	250,7	248,5	265,7	267,4	269,2	272,8	274,7
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	171,1	191,0	188,9	190,0	194,0	197,1
Autres objets	180,9	193,0	208,4	204,5	219,0	219,9	226,1	225,6	230,4
<b>Total – Encours</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>630,5</b>	<b>624,1</b>	<b>675,7</b>	<b>676,2</b>	<b>685,3</b>	<b>692,4</b>	<b>702,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	<b>12,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>13,2</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	438,1	503,6	578,6	570,2	622,5	628,1	634,3	639,5	645,1
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	133,2	137,3	136,1	136,6	138,0	139,0
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,4	84,0	83,7	83,2	83,9	83,3
<b>Total – Encours</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>792,7</b>	<b>783,8</b>	<b>843,8</b>	<b>847,9</b>	<b>854,0</b>	<b>861,4</b>	<b>867,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>9,6</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,2</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</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

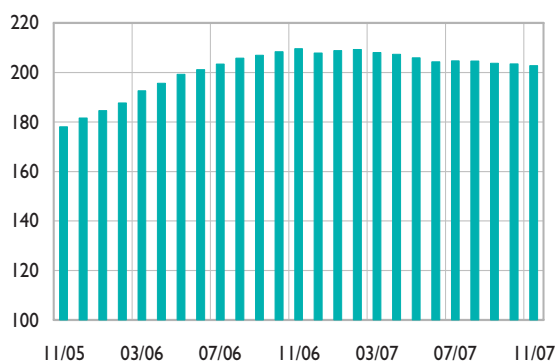
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2006			2007		
	sept.	oct.	nov.	sept.	oct.	nov.
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>524,7</b>	<b>524,0</b>	<b>521,3</b>	<b>507,0</b>	<b>511,7</b>	<b>512,6</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>206,9</b>	<b>208,3</b>	<b>209,6</b>	<b>203,7</b>	<b>203,5</b>	<b>202,7</b>
Consommation (hors découvert)	51,9	52,5	53,0	55,6	55,8	56,1
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	38,8	37,9	37,3	26,4	25,5	24,6
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	116,2	117,9	119,3	121,7	122,2	122,1
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>317,8</b>	<b>315,7</b>	<b>311,8</b>	<b>303,3</b>	<b>308,2</b>	<b>309,8</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	229,9	224,7	218,9	196,3	201,2	202,0
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	87,9	91,0	92,8	107,0	107,1	107,9

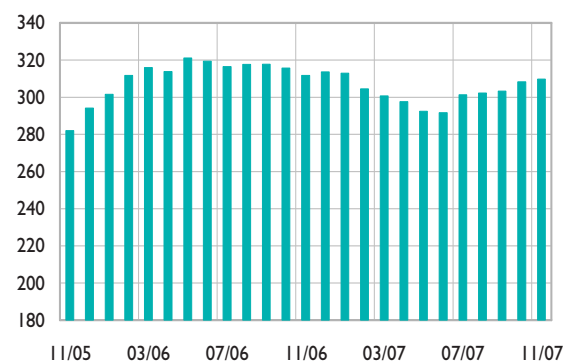
**Ménages**

(en milliards d'euros)



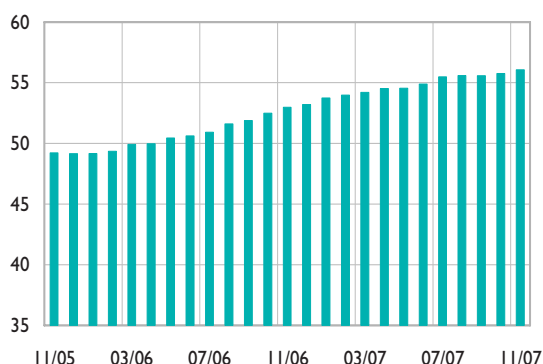
**Sociétés**

(en milliards d'euros)



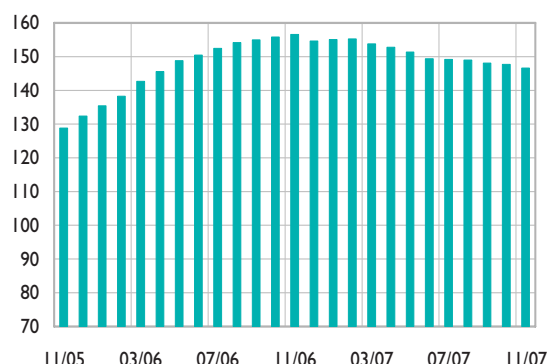
**Consommation des ménages (hors découvert)**

(en milliards d'euros)



**Habitat des ménages**

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

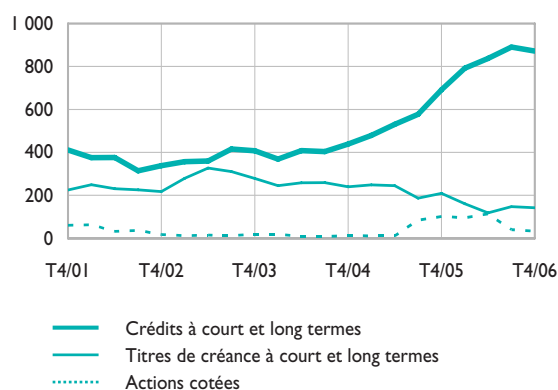
**Figure 19**  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

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

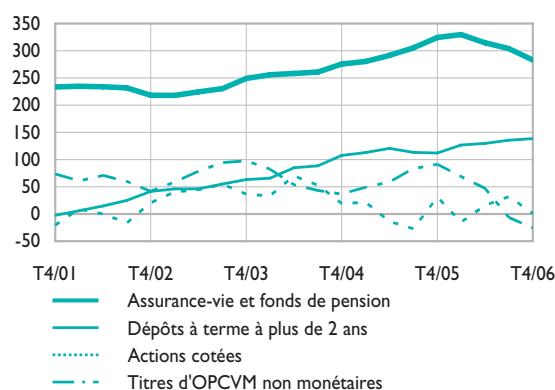
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 21 janvier 2008

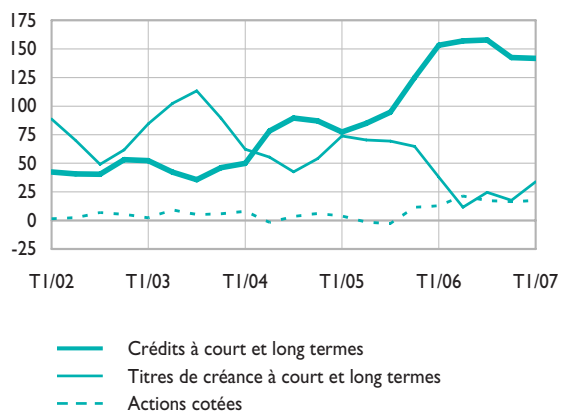
Figure 20  
Financements et placements des agents non financiers – France

(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

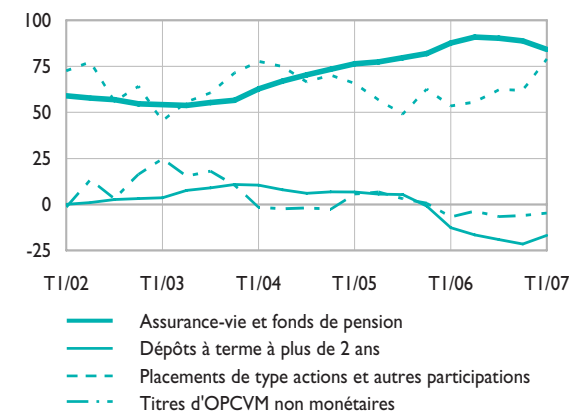
Financements

(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

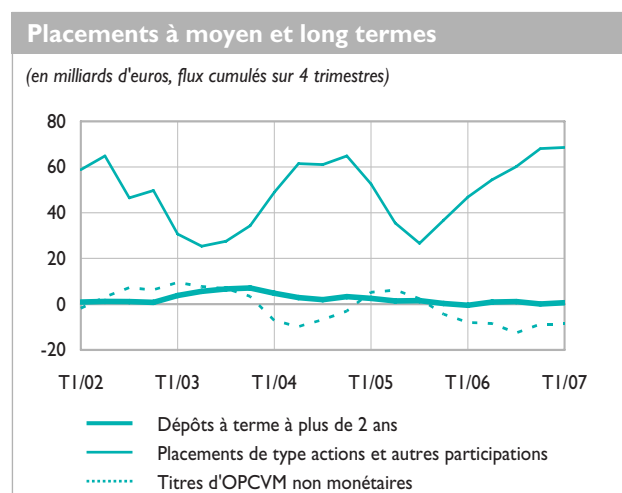
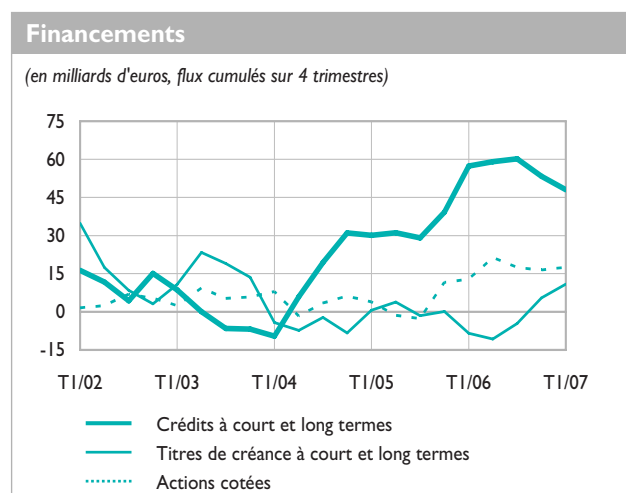
Réalisé le 21 janvier 2008



**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 21 janvier 2008

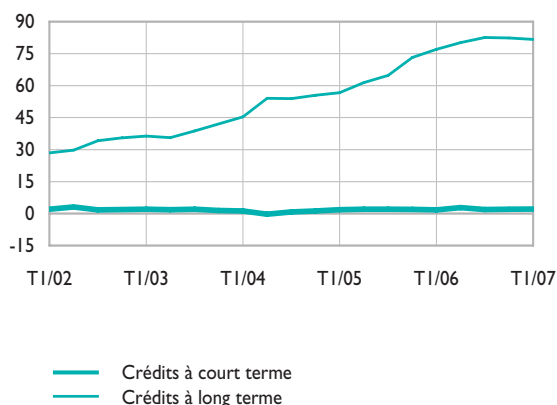
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

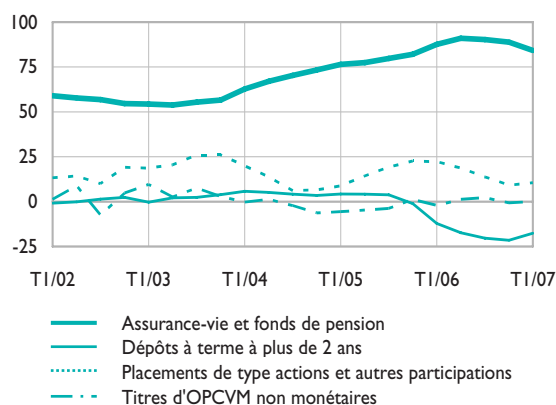
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2006						2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>78,9</b>	<b>83,0</b>	<b>84,5</b>	<b>84,4</b>	<b>83,8</b>	<b>16,4</b>	<b>830,8</b>
Crédits à court terme	1,8	2,8	1,9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

**Financements**

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


**Placements à moyen et long termes**

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



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

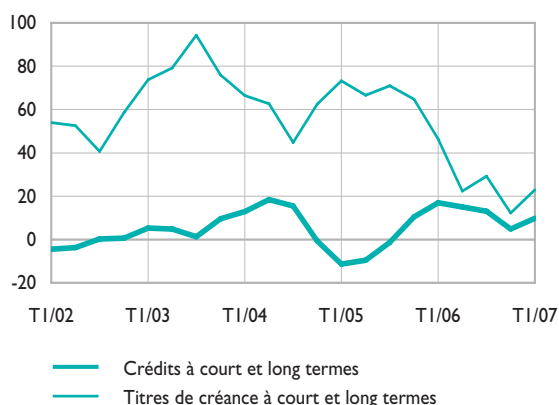
**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				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

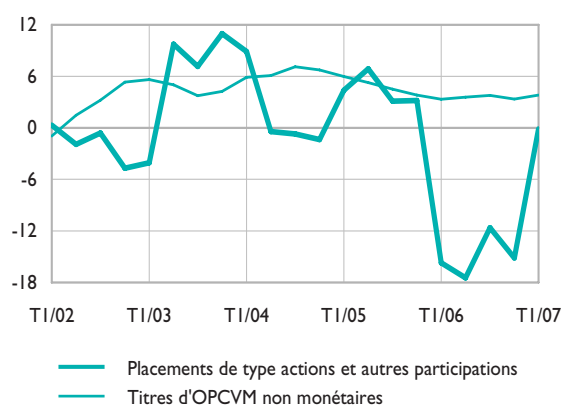
### Financements

(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

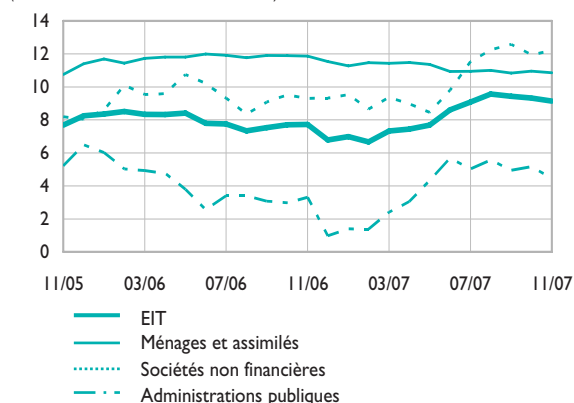
**Figure 24**  
**Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France**

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

	Taux de croissance annuel						Encours 2007 nov.
	2004	2005	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	sept.	oct.	nov.	
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,7</b>	<b>8,3</b>	<b>6,8</b>	<b>9,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>3 547,8</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,8	11,0	10,9	889,8
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	2,4	2,5	2,9	41,1
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,3	11,4	11,3	848,7
Sociétés non financières	4,7	8,1	9,3	12,6	12,0	12,2	1 464,3
≤ 1 an	8,7	11,9	11,8	17,0	15,5	16,3	590,2
> 1 an	2,5	5,8	7,8	9,8	9,7	9,6	874,1
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	5,0	5,2	4,5	1 193,8
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	15,6	19,2	22,7	152,0
> 1 an	8,2	8,1	4,2	3,6	3,4	2,2	1 041,8
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>1 787,7</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,8	11,0	10,9	889,8
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	2,4	2,5	2,9	41,1
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,3	11,4	11,3	848,7
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,2	12,0	11,7	12,6	732,0
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	16,1	12,9	14,6	180,0
> 1 an	6,1	7,5	9,5	10,8	11,3	11,9	552,0
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	9,2	10,4	9,5	165,9
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	25,2	43,7	65,5	42,5
> 1 an	1,4	6,9	6,0	4,7	2,2	-1,9	123,4
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>10,1</b>	<b>17,0</b>	<b>16,3</b>	<b>19,8</b>	<b>19,3</b>	<b>19,4</b>	<b>454,1</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>0,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1 306,0</b>
Sociétés non financières	-2,7	0,8	2,0	4,0	2,7	1,3	289,9
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	-1,8	-6,8	-13,1	30,9
> 1 an	-3,1	-0,4	1,3	4,8	4,0	3,3	259,0
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	4,3	4,4	3,8	1 016,0
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	13,5	12,9	13,3	97,7
> 1 an	9,3	8,3	4,0	3,4	3,5	2,8	918,4

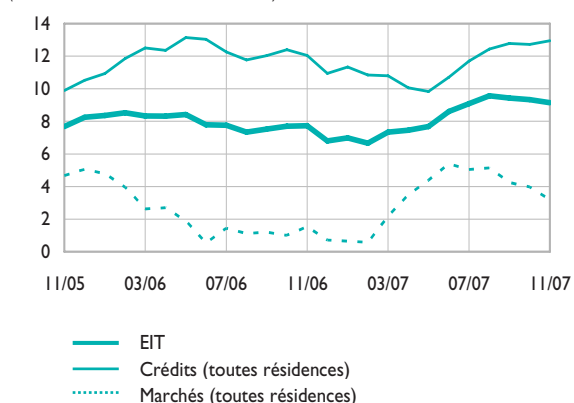
**EIT – Répartition par agents**

(taux de croissance annuel, en %)



**EIT – Répartition par nature de financement**

(taux de croissance annuel, en %)

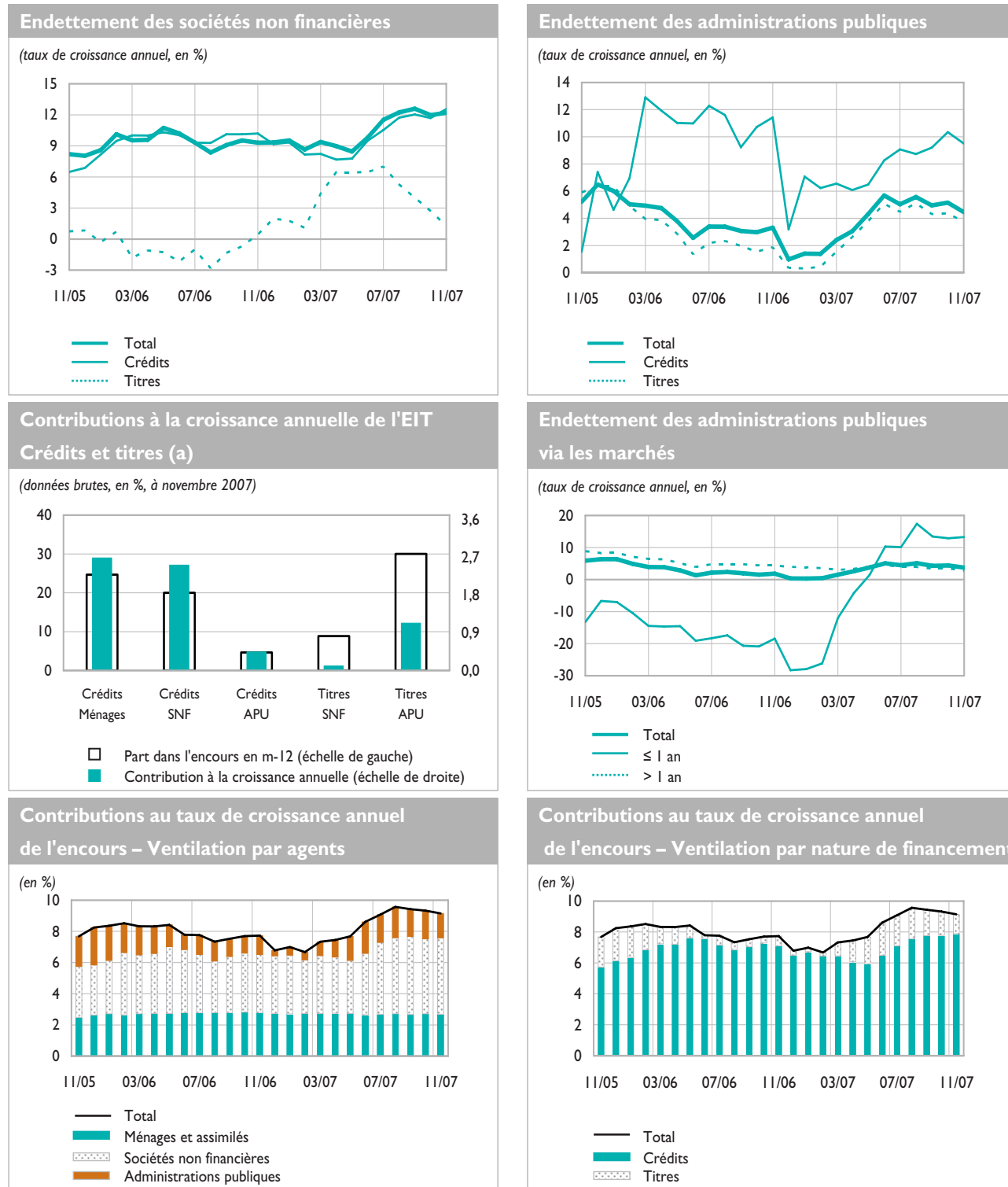


(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

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

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

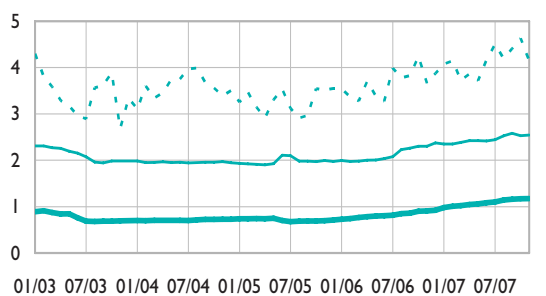
**Figure 26**  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,91	1,10	1,14	1,16	1,17	1,18
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,30	2,45	2,53	2,58	2,53	2,54
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,87	3,66	4,51	4,20	4,41	4,63	4,15
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,82	2,82	3,07	3,07	3,07	3,07
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,67	2,79	2,75	2,99	2,93	2,96
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	3,26	3,74	3,84	3,81	4,08	4,03
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,53	3,51	3,52	3,58	3,60	3,56

**Zone euro**

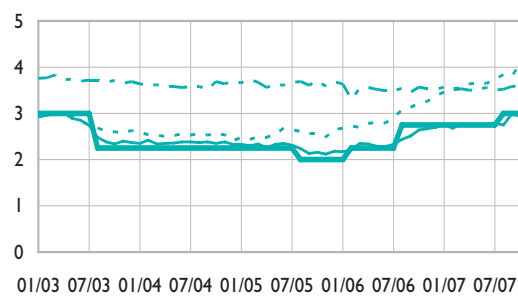
(taux mensuels moyens en %)



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

**France**

(taux mensuels moyens en %)

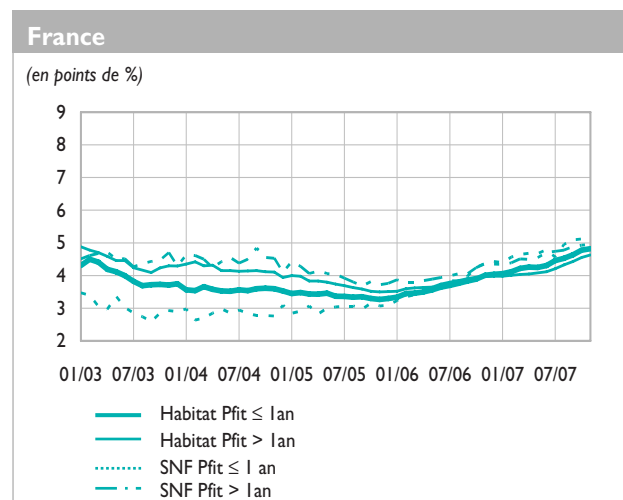
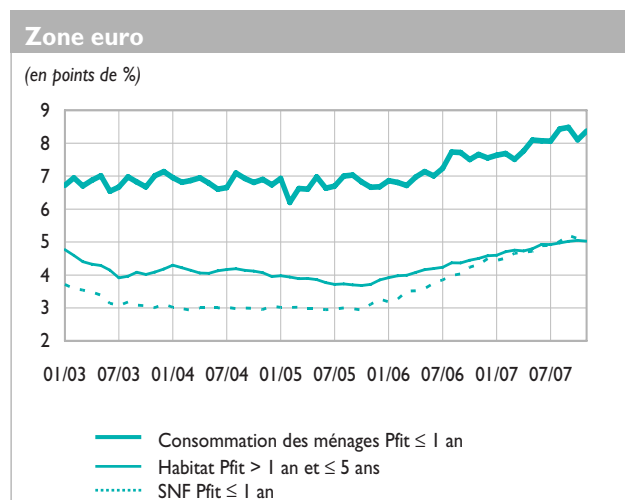


- Livret A
- Livrets à taux du marché
- ..... Dépôts à terme ≤ 2 ans
- - - - Dépôts à terme > 2 ans

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

(taux mensuels moyens en %)

	2006	2007										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,55	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,07	8,06	8,43	8,48	8,10	8,37
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93	4,98	5,02	5,05	5,03
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,50	4,44	4,51	4,66	4,70	4,72	4,89	4,90	5,01	5,20	5,11	5,08
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</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>7,03</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46	4,53	4,64	4,78	4,82
Pfit > 1 an (a)	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21	4,33	4,43	4,55	4,63
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56	4,95	5,10	5,12	5,13
Pfit > 1 an (a)	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74	4,78	4,88	4,93	4,95



(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			
	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	14,30	14,44	14,89	14,85	15,12
Prêts personnels > 1 524 €	6,33	6,54	6,70	6,78	7,04
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,79	4,70	4,81	4,97	5,34
Prêts à taux variable	4,59	4,68	4,90	5,04	5,29
Seuils applicables à partir du 1 <sup>er</sup> jour de la période indiquée	2007				2008
	janv.	avril	juil.	oct.	janv.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	19,07	19,25	19,85	19,80	20,16
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,44	8,72	8,93	9,04	9,39
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	6,39	6,27	6,41	6,63	7,12
Prêts à taux variable	6,12	6,24	6,53	6,72	7,05
	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Crédit aux entreprises</b>					
<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 21 janvier 2008



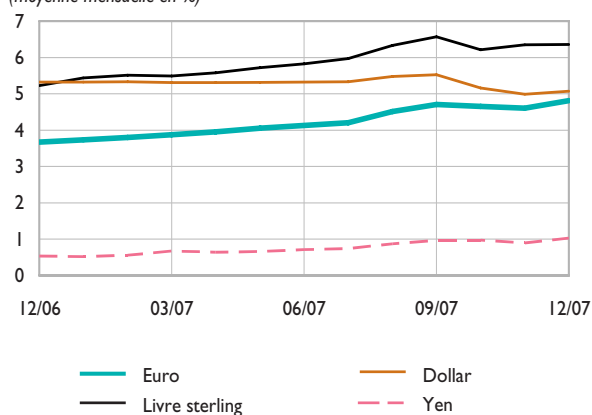
**Figure 29**  
**Taux d'intérêt**

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/01/08	
	2007											
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>4,00</b>
Au jour le jour	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06	4,04	4,00	3,95	4,01	3,84		
À 3 mois	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21	4,51	4,71	4,65	4,61	4,81		
À 1an	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55	4,63	4,68	4,61	4,55	4,74		
<b>Livre sterling</b>											<b>5,50</b>	
Au jour le jour	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87	5,97	5,88	5,80	5,81	5,62		
À 3 mois	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97	6,33	6,57	6,21	6,35	6,36		
À 1an	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29	6,42	6,40	6,10	5,97	5,91		
<b>Dollar</b>											<b>4,25</b>	
Au jour le jour	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30	5,35	5,14	4,83	4,64	4,45		
À 3 mois	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33	5,48	5,53	5,16	4,99	5,07		
À 1an	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36	5,19	5,06	4,91	4,54	4,47		
<b>Yen</b>											<b>0,75</b>	
Au jour le jour	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55	0,55	0,65	0,62	0,62	0,58		
À 3 mois	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74	0,87	0,97	0,97	0,89	1,03		
À 1an	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98	1,07	1,14	1,12	1,04	1,08		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58	4,39	4,36	4,40	4,23	4,35		
Allemagne	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51	4,31	4,24	4,30	4,11	4,26		
Zone euro	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	4,25	4,38		
Royaume-Uni	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41	5,14	4,99	5,00	4,74	4,71		
États-Unis	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07	4,73	4,57	4,58	4,21	4,13		
Japon	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89	1,65	1,61	1,66	1,51	1,53		

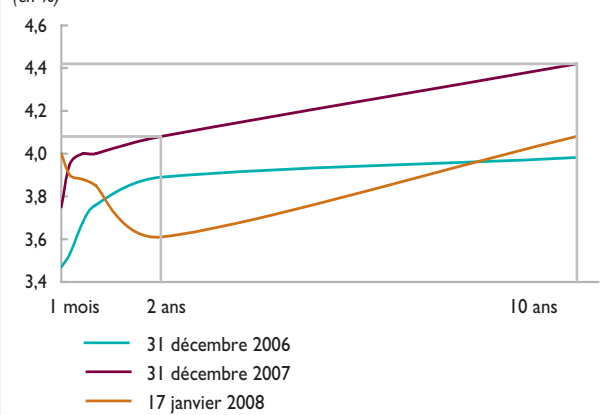
**Taux du marché interbancaire à 3 mois**

(moyenne mensuelle en %)



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

(en %)



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

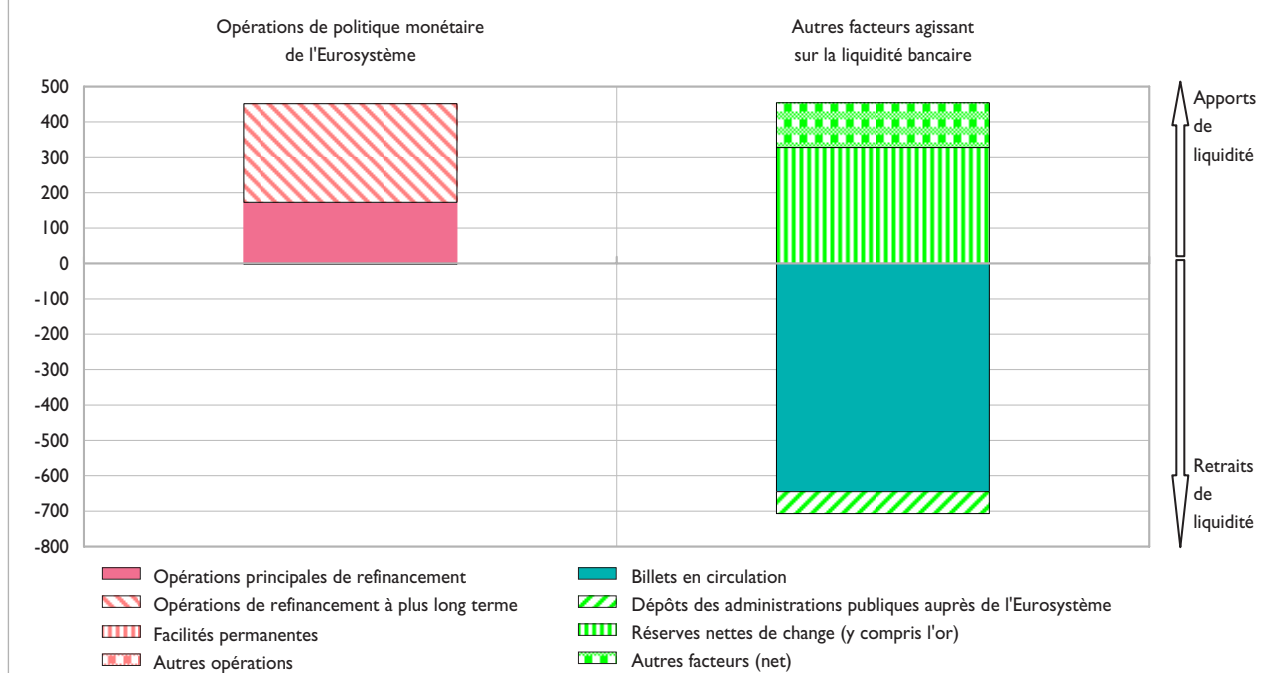
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/11/2007 au 11/12/2007)

	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>451,9</b>	<b>2,6</b>	<b>449,3</b>
Opération principale de refinancement	173,0		173,0
Opération de refinancement à plus long terme	278,6		278,6
Facilités permanentes	0,3	0,4	-0,1
Autres opérations	0,0	2,2	-2,2
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>454,1</b>	<b>706,5</b>	<b>-252,4</b>
Billets en circulation		644,6	-644,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		61,9	-61,9
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,5		327,5
Autres facteurs (net)	126,6		126,6
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>196,9</b>
dont réserves obligatoires			195,9

**Contribution nette à la liquidité du système bancaire**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/11/2007 au 11/12/2007)



**Figure 3 I**  
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

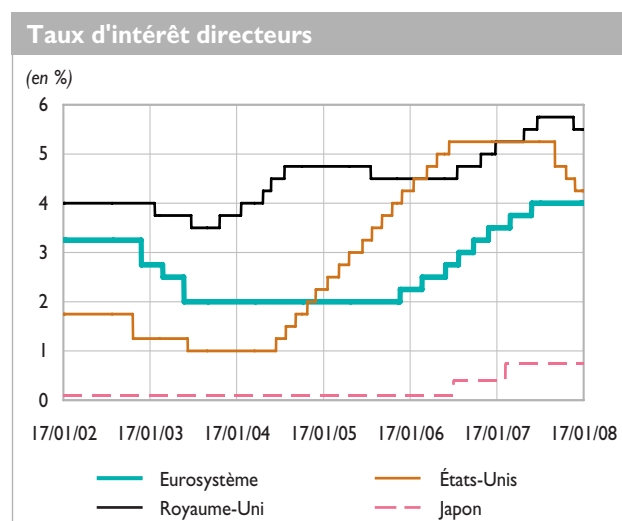
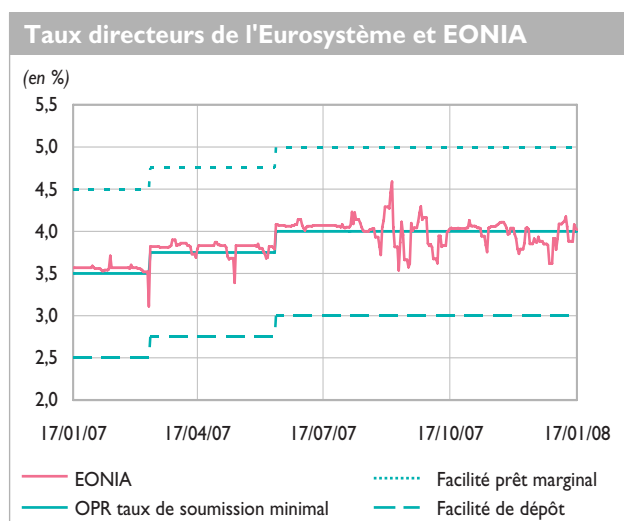
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	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	12 décembre	4,18	4,21	2007	13 septembre	4,35
	19 décembre	4,21	4,21		27 septembre	4,27
	28 décembre	4,20	4,27		1 novembre	4,45
2008	4 janvier	4,18	4,21		29 novembre	4,65
	9 janvier	4,20	4,22		12 décembre	4,81
	16 janvier	4,16	4,21		20 décembre	4,00

(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 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	
11 décembre	195,87	36,33	196,84	36,47	0,97	0,14	4,17	



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

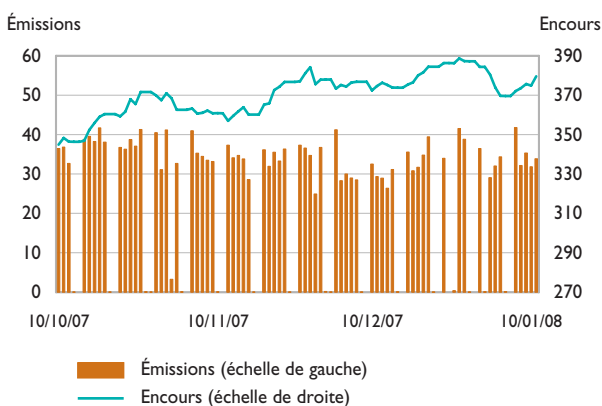
Réalisé le 21 janvier 2008

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/10/07 au 19/10/07	196,40	360,45	214
20/10/07 au 26/10/07	190,20	371,62	214
27/10/07 au 02/11/07	148,81	362,55	214
03/11/07 au 09/11/07	177,55	360,81	212
10/11/07 au 16/11/07	168,59	360,20	213
17/11/07 au 23/11/07	173,34	376,76	215
24/11/07 au 30/11/07	170,29	377,87	213
01/12/07 au 07/12/07	157,16	376,80	212
08/12/07 au 14/12/07	148,36	373,87	211
15/12/07 au 21/12/07	172,44	384,41	210
22/12/07 au 28/12/07	114,76	387,24	210
29/12/07 au 04/01/08	132,02	369,63	208
05/01/08 au 11/01/08	175,13	379,57	206

Certificats de dépôt

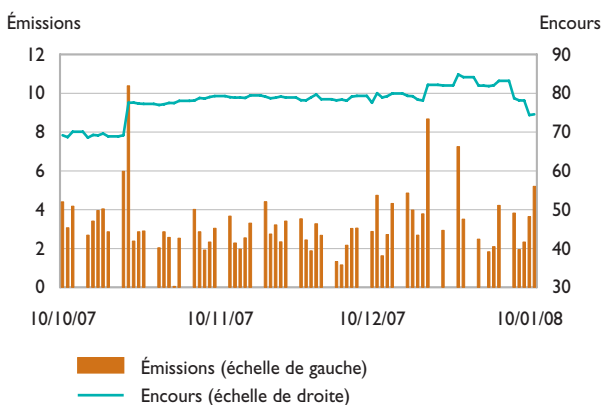
(données quotidiennes en milliards d'euros)



Billets de trésorerie	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
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	13,81	78,47	83
01/12/07 au 07/12/07	10,74	79,31	84
08/12/07 au 14/12/07	16,31	79,92	83
15/12/07 au 21/12/07	24,00	82,21	79
22/12/07 au 28/12/07	13,71	84,15	78
29/12/07 au 04/01/08	10,63	83,22	77
05/01/08 au 11/01/08	16,96	74,59	80

Billets de trésorerie

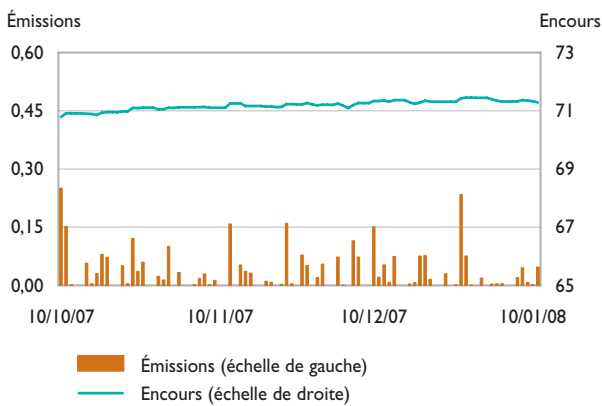
(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/10/07 au 19/10/07	0,24	70,95	134
20/10/07 au 26/10/07	0,27	71,11	134
27/10/07 au 02/11/07	0,17	71,12	134
03/11/07 au 09/11/07	0,06	71,10	134
10/11/07 au 16/11/07	0,28	71,16	133
17/11/07 au 23/11/07	0,18	71,23	133
24/11/07 au 30/11/07	0,21	71,20	133
01/12/07 au 07/12/07	0,26	71,26	133
08/12/07 au 14/12/07	0,31	71,37	133
15/12/07 au 21/12/07	0,18	71,31	134
22/12/07 au 28/12/07	0,34	71,45	134
29/12/07 au 04/01/08	0,03	71,32	132
05/01/08 au 11/01/08	0,12	71,28	132

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).

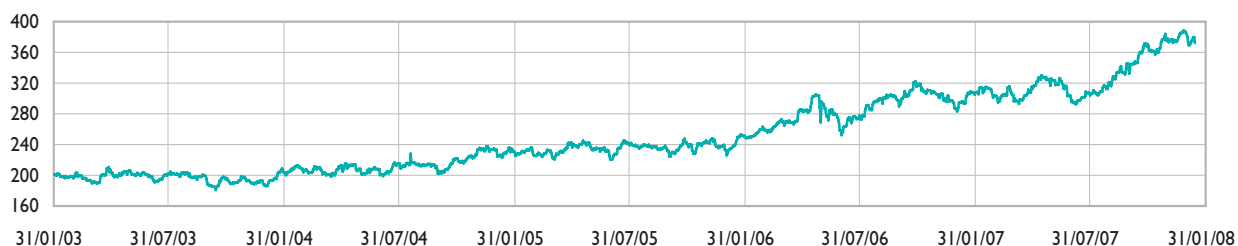
Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

**Figure 33**  
Titres de créances négociables – France

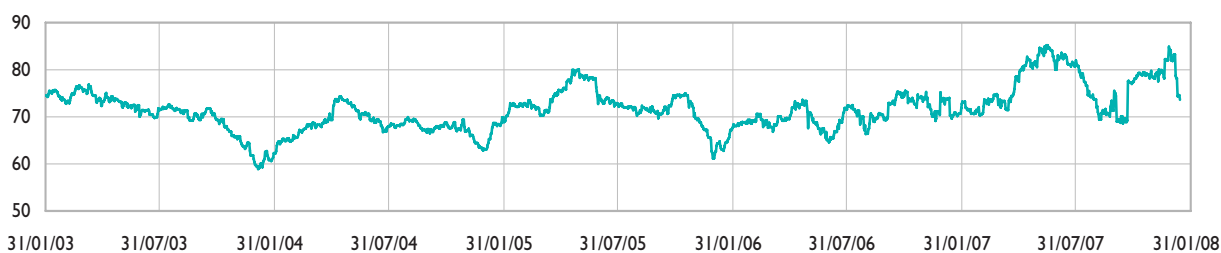
### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



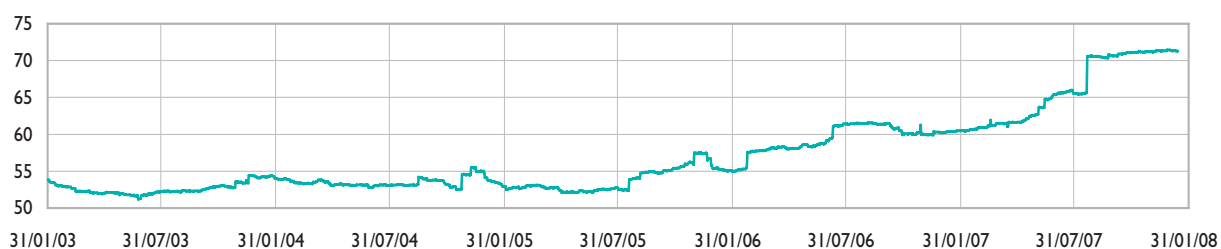
### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



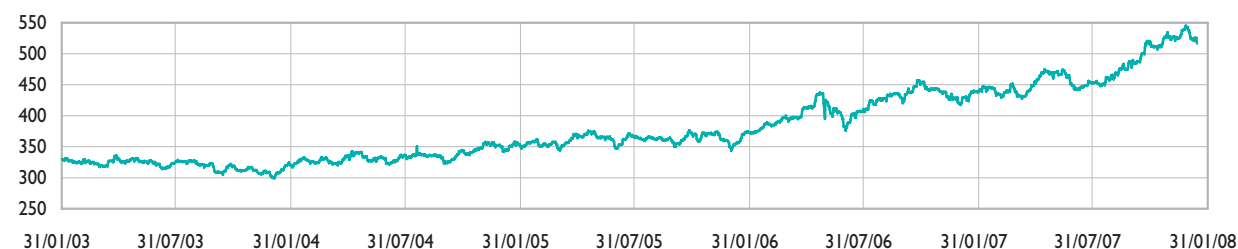
### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

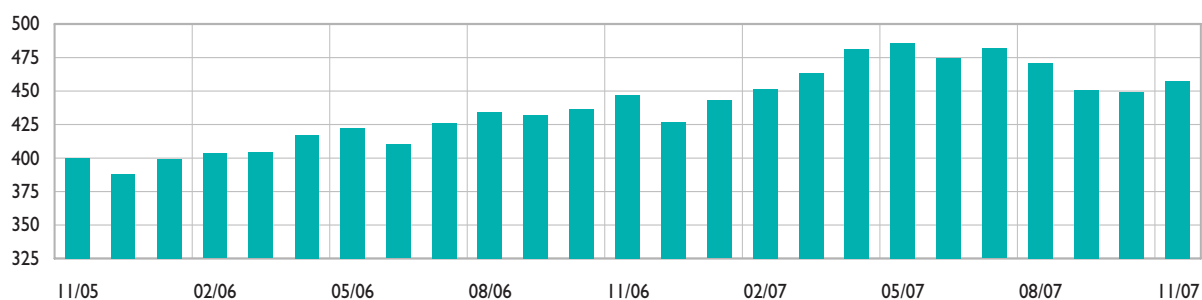
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2007			2007
	mars	juin	sept.	nov.
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	463,78	474,81	450,43	457,67
OPCVM obligations	196,94	200,51	185,78	
OPCVM actions	345,82	363,71	349,77	
OPCVM diversifiés	310,73	325,03	307,84	
OPCVM de fonds alternatifs	32,20	36,93	37,67	
OPCVM garantis	0,04	0,04	0,04	
Fonds à formule	71,88	75,39	75,14	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



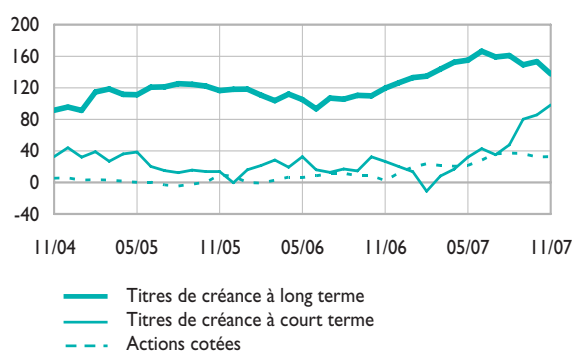
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	nov.	12 mois	nov.	déc.	nov.
<b>Titres de créance émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>2 007,7</b>	<b>2 142,5</b>	<b>2 371,9</b>	<b>235,8</b>	<b>16,7</b>	<b>7,3</b>	<b>11,0</b>
Titres de créance à long terme	1 641,4	1 755,7	1 861,8	137,7	9,8	7,7	7,9
Administrations publiques	858,9	891,4	918,4	25,3	5,6	3,9	2,8
Institutions financières monétaires (IFM)	486,6	559,7	629,2	93,9	4,8	17,0	17,3
Sociétés hors IFM	295,9	304,6	314,3	18,5	-0,6	3,7	6,2
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	510,0	98,1	6,9	5,5	23,8
Administrations publiques	108,5	77,5	97,7	11,4	0,3	-28,3	13,2
Institutions financières monétaires (IFM)	218,0	268,0	358,9	78,2	9,6	22,8	27,8
Sociétés hors IFM	39,7	41,3	53,4	8,5	-3,0	3,0	19,0
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 774,3</b>	<b>33,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>

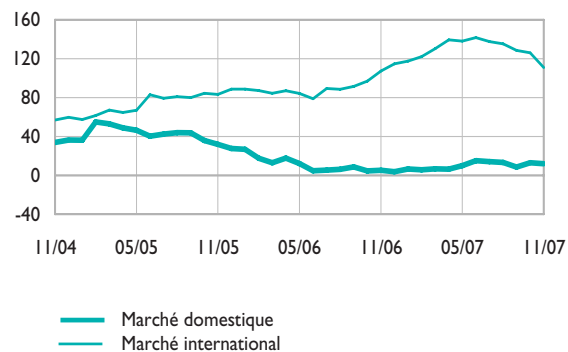
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

(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

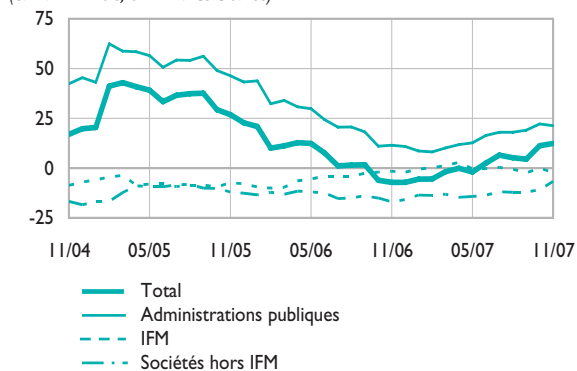
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	nov.	12 mois	nov.	12 mois	nov.
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>849,8</b>	<b>843,4</b>	<b>858,7</b>	<b>12,4</b>	<b>2,5</b>	<b>75,8</b>	<b>5,1</b>
Administrations publiques	628,5	639,4	663,2	21,3	4,2	60,7	4,8
Institutions financières monétaires (IFM)	120,3	118,4	116,2	-2,3	-1,4	11,5	0,1
Sociétés hors IFM	101,0	85,6	79,4	-6,6	-0,3	3,6	0,2
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 774,3</b>	<b>33,0</b>	<b>1,4</b>	<b>47,4</b>	<b>1,9</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	190,2	2,6	0,0	5,5	0,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 584,1	30,5	1,4	41,9	1,9

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

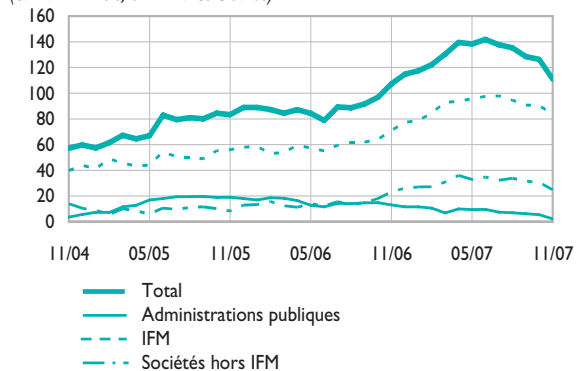
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



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



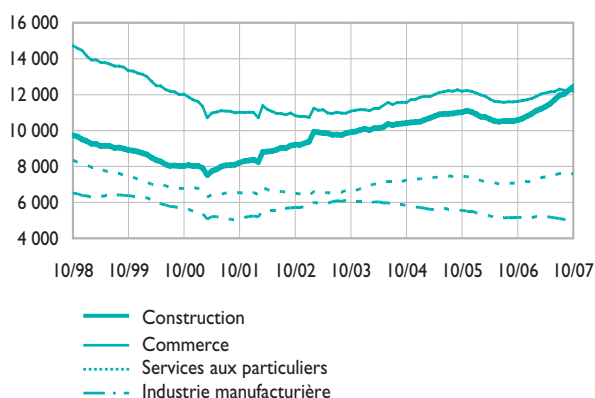
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

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

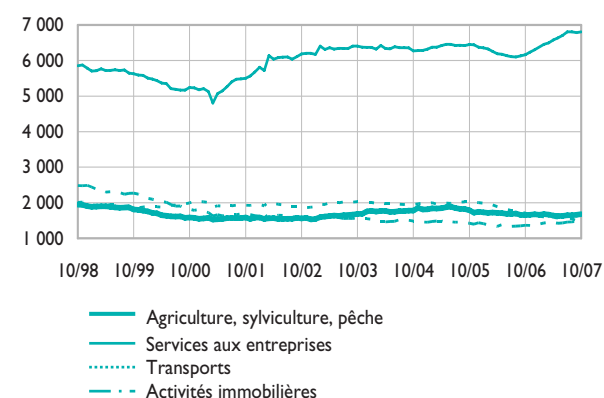
	2006		2007									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
Agriculture, sylviculture, pêche	1 662	1 675	1 664	1 683	1 667	1 643	1 626	1 633	1 645	1 646	1 662	1 682
Industrie manufacturière	5 166	5 150	5 165	5 217	5 214	5 208	5 183	5 139	5 107	5 055	4 969	4 942
Agricultures et alimentaires	1 202	1 183	1 217	1 248	1 268	1 296	1 294	1 296	1 304	1 305	1 311	1 320
Biens de consommation	1 567	1 576	1 585	1 620	1 612	1 599	1 590	1 561	1 545	1 521	1 470	1 488
Automobile	70	66	65	69	69	67	63	55	55	56	51	47
Biens d'équipement	986	1 008	989	968	965	960	963	954	947	939	912	887
Biens intermédiaires	1 341	1 317	1 309	1 312	1 300	1 286	1 273	1 273	1 256	1 234	1 225	1 200
Construction	10 663	10 799	10 933	11 104	11 195	11 339	11 488	11 732	11 959	12 027	12 237	12 450
Commerce	11 664	11 707	11 785	11 895	12 024	12 098	12 154	12 172	12 300	12 241	12 212	12 206
Transports	1 677	1 645	1 622	1 604	1 589	1 594	1 574	1 567	1 563	1 553	1 487	1 490
Activités immobilières	1 361	1 369	1 404	1 431	1 443	1 441	1 424	1 432	1 460	1 461	1 488	1 518
Services aux entreprises	6 235	6 304	6 376	6 451	6 492	6 577	6 634	6 708	6 805	6 804	6 782	6 804
Services aux particuliers	7 156	7 147	7 178	7 303	7 387	7 422	7 463	7 538	7 602	7 610	7 544	7 610
Autres (a)	1 442	1 551	1 653	1 743	1 801	1 838	1 870	1 885	1 888	1 888	1 905	1 879
<b>Total des secteurs</b>	<b>47 026</b>	<b>47 347</b>	<b>47 780</b>	<b>48 431</b>	<b>48 812</b>	<b>49 160</b>	<b>49 416</b>	<b>49 806</b>	<b>50 329</b>	<b>50 285</b>	<b>50 286</b>	<b>50 581</b>

#### Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

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

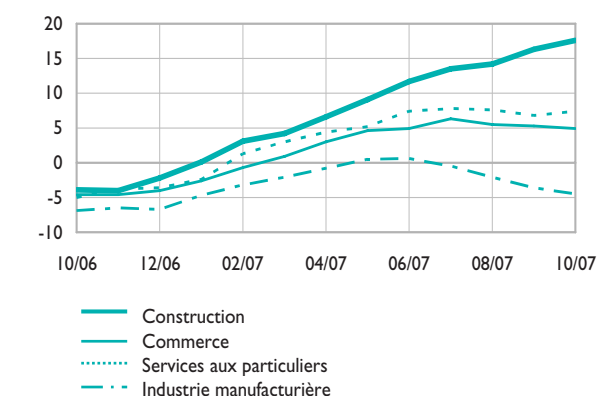


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

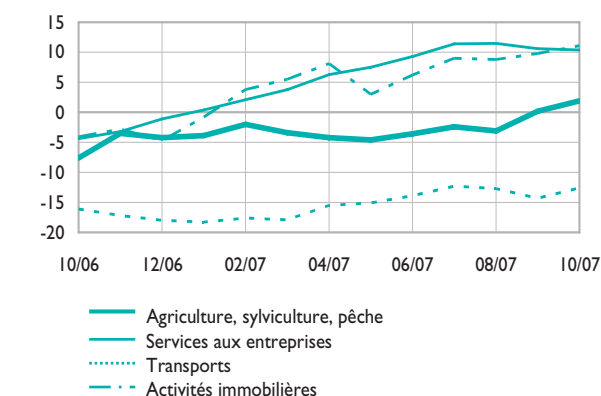


#### Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.

Source : Banque de France

Réalisé le 21 janvier 2008

**Figure 38**  
**Systèmes de paiement de masse – France**

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

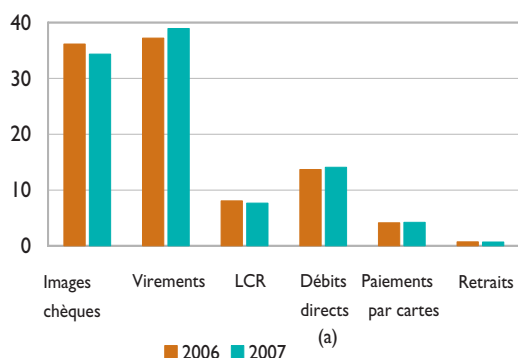
	2004	2005	2006	2007	2007			2007 Part
					oct.	nov.	déc.	
Images chèques	6 836	7 084	7 132	6 974	7 404	6 226	7 841	31,9
Virements	6 124	6 753	7 342	7 904	7 882	7 507	9 948	40,5
LCR	1 652	1 620	1 593	1 555	1 432	1 605	1 587	6,5
Avis de prélèvement	1 495	1 599	1 705	1 739	1 807	1 724	2 044	8,3
TIP	164	159	155	150	298	225	181	0,7
Téléversements	527	670	842	975	863	823	1 622	6,6
Paiements par cartes	705	772	819	864	855	833	1 184	4,8
Retraits	133	136	139	140	137	129	165	0,7
<b>Total</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>19 727</b>	<b>20 300</b>	<b>20 677</b>	<b>19 071</b>	<b>24 573</b>	<b>100,0</b>

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

	2004	2005	2006	2007	2007			2007 Part
					oct.	nov.	déc.	
Images chèques	13 013	12 784	12 159	11 561	11 943	11 129	13 548	23,6
Virements	6 695	7 038	7 239	7 344	7 369	6 973	8 542	14,9
LCR	408	401	390	370	331	385	379	0,7
Avis de prélèvement	6 560	7 179	7 628	7 863	8 185	7 124	8 176	14,3
TIP	554	511	491	458	659	545	509	0,9
Téléversements	10	17	27	38	60	52	45	0,1
Paiements par cartes	15 159	16 504	17 339	18 146	18 036	17 390	23 345	40,7
Retraits	2 446	2 476	2 497	2 467	2 444	2 301	2 746	4,8
<b>Total</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>47 771</b>	<b>48 248</b>	<b>49 027</b>	<b>45 899</b>	<b>57 290</b>	<b>100,0</b>

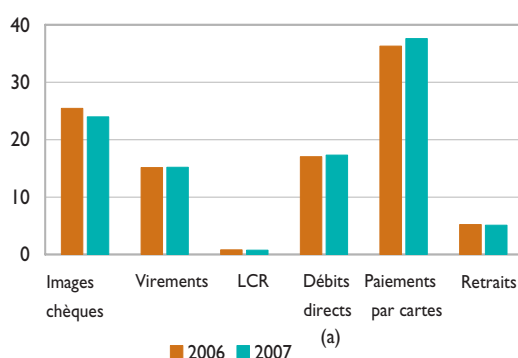
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% 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.

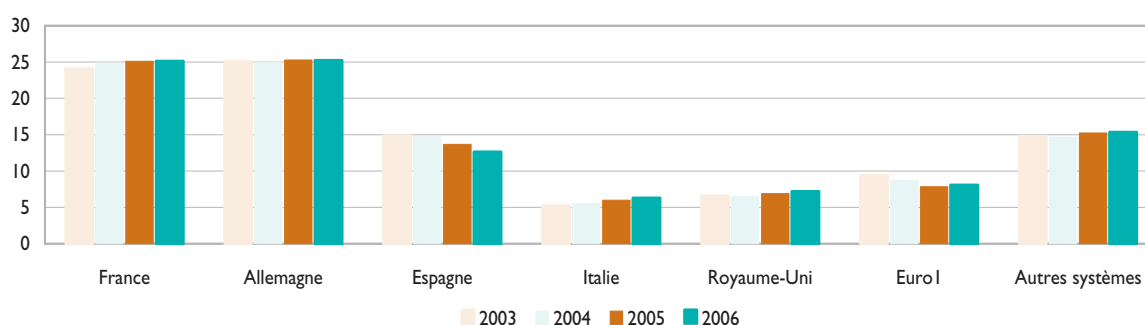
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007 Part
					août	sept.	oct.	
France	448	486	544	588	634	655	634	22,3
Target transfrontière	75	81	95	107	113	124	125	4,4
Target domestique (TBF)	302	338	386	423	455	461	442	15,6
Système net (PNS)	70	67	62	58	66	70	66	2,3
Allemagne (a)	504	488	547	591	694	763	745	26,2
Target transfrontière	141	143	163	183	214	236	235	8,3
Target domestique (RTGS+)	364	345	384	408	480	527	510	18,0
Espagne	277	288	296	296	305	341	370	13,0
Target transfrontière	20	23	23	27	30	41	50	1,8
Target domestique (SLBE)	255	265	273	269	274	300	320	11,3
Système net (SEPI) (b)	1	1	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	161	177	163	5,7
Target transfrontière	33	32	41	47	60	72	59	2,1
Target domestique (BI-REL)	64	76	89	101	101	105	104	3,6
Royaume-Uni	122	127	149	169	193	208	200	7,1
Target transfrontière	93	101	114	126	156	167	162	5,7
Target domestique (Chaps Euro)	29	26	35	42	36	41	38	1,3
Euro I (ABE) (d)	175	170	170	189	226	247	242	8,5
Autres systèmes	275	287	330	360	452	493	487	17,1
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 166</b>	<b>2 342</b>	<b>2 665</b>	<b>2 884</b>	<b>2 841</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	537	564	651	725	869	981	961	33,8
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 502	1 585	1 569	55,2
Systèmes nets	249	240	233	249	294	318	310	10,9

**Évolution des parts de marché de chaque place**

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 2006) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

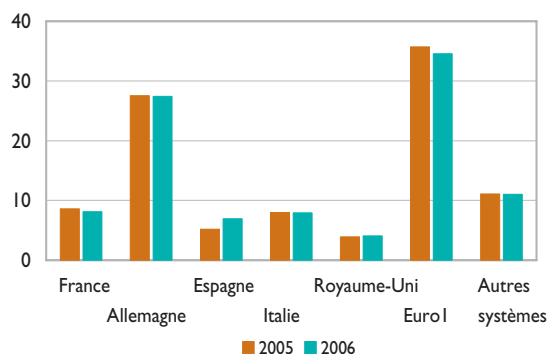
Figure 40  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					août	sept.	oct.	Part
France	43 905	42 509	44 107	43 890	38 978	46 421	45 785	7,3
Target transfrontière	6 804	7 384	8 500	9 631	10 012	11 396	10 203	1,6
Target domestique (TBF)	8 348	8 071	8 589	8 321	6 904	8 962	8 271	1,3
Système net (PNS)	28 753	27 054	27 018	25 937	22 062	26 063	27 311	4,4
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	153 542	164 702	164 408	26,3
Target transfrontière	18 028	19 231	19 847	20 186	19 071	20 912	20 865	3,3
Target domestique (RTGS+)	110 569	112 272	121 548	128 427	134 471	143 790	143 543	22,9
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	33 086	40 909	43 463	6,9
Target transfrontière	2 339	2 760	3 408	4 046	4 024	4 948	5 082	0,8
Target domestique (SLBE)	10 783	11 618	23 315	33 393	29 063	35 961	38 381	6,1
Système net (SEPI) (b)	6 981	4 086	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	38 410	42 139	44 342	7,1
Target transfrontière	6 741	7 269	7 799	8 151	7 447	8 516	7 965	1,3
Target domestique (BI-REL)	30 212	27 791	33 246	34 782	30 963	33 624	36 378	5,8
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	22 408	23 850	23 660	3,8
Target transfrontière	11 391	12 799	14 223	16 144	16 987	18 098	17 901	2,9
Target domestique (Chaps Euro)	5 441	5 320	5 866	5 728	5 421	5 752	5 759	0,9
Euro I (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	176 014	217 057	222 895	35,6
Autres systèmes	52 950	54 895	57 002	59 686	75 122	79 083	81 265	13,0
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>451 700</b>	<b>461 647</b>	<b>513 812</b>	<b>541 597</b>	<b>537 560</b>	<b>614 162</b>	<b>625 818</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	74 556	82 751	81 006	12,9
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	262 638	286 098	292 386	46,7
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	200 365	245 313	252 425	40,3

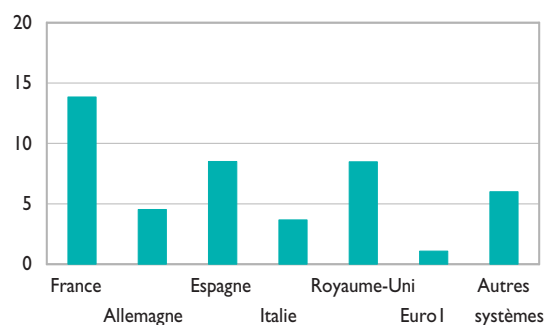
#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



#### Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en octobre 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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 21 janvier 2008

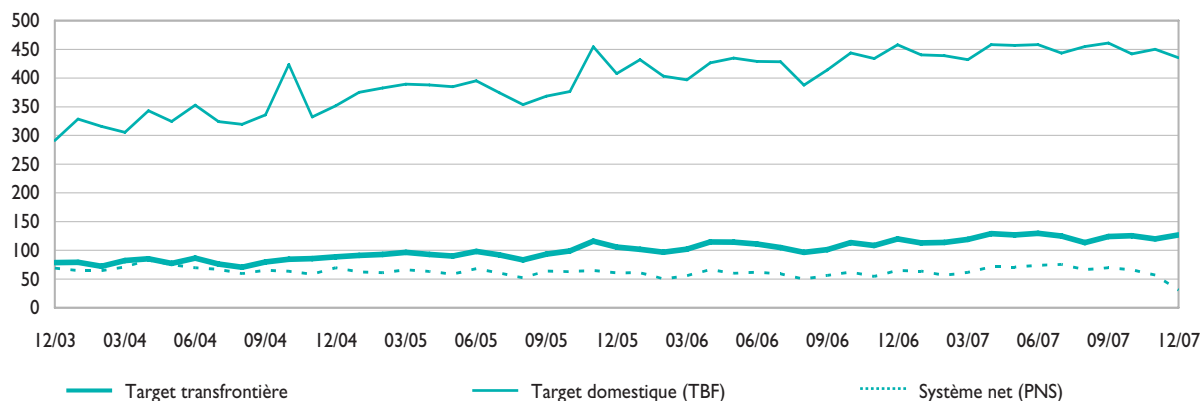
Figure 4 I  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2004	2005	2006	2007	2007			2007 Part
					oct.	nov.	déc.	
<b>Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)</b>								
Titres français négociables	12,3	14,6	14,2	11,6	9,5	13,4	18,3	36,0
Créances privées françaises	6,4	6,3	7,4	18,3	15,5	20,6	16,9	33,3
Titres mobilisés via le CCBM	7,4	7,4	7,2	7,2	6,0	6,6	9,9	19,5
Autres titres étrangers (a)	4,6	5,6	8,4	8,8	7,0	7,2	5,7	11,2
<b>Total</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,2</b>	<b>45,9</b>	<b>38,0</b>	<b>47,8</b>	<b>50,8</b>	<b>100,0</b>

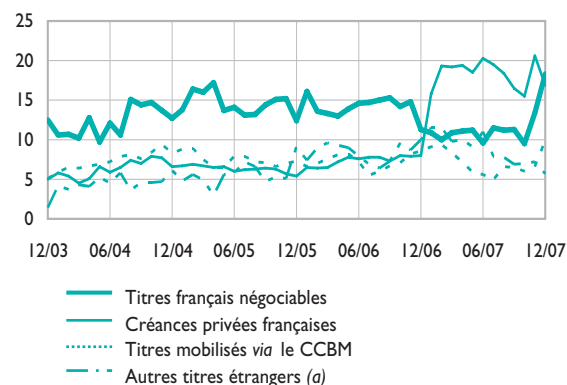
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

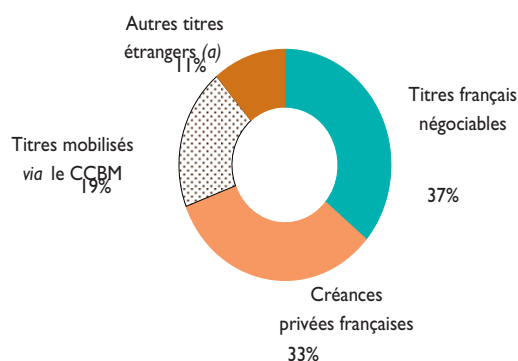


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en décembre 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 ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA – section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

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

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

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

Conformément à la [définition de référence](#) détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### I | 3 La position extérieure

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 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 2006

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

#### 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

- « Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006 », n° 168, décembre
- « Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen », n° 168, décembre
- « Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique ? », n° 168, décembre
- « L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », n° 168, décembre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006 », n° 168, décembre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 168, décembre

## 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)

- « 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

« Liquidité et contagion financière », numéro spécial, février 2008  
« Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », numéro spécial, février 2008  
« Liquidité de marché et stabilité financière », numéro spécial, février 2008  
« Dix questions à propos de la crise des prêts *subprime* », numéro spécial, février 2008  
« Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? », numéro spécial, février 2008  
« La gestion du risque de liquidité », numéro spécial, février 2008  
« La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », numéro spécial, février 2008  
« Déficits de liquidité : fondements théoriques », numéro spécial, février 2008  
« La liquidité sur les marchés mondiaux », numéro spécial, février 2008  
« L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers », numéro spécial, février 2008  
« Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière », numéro spécial, février 2008  
« Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux », numéro spécial, février 2008  
« L'innovation financière et la frontière de la liquidité », numéro spécial, février 2008  
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », numéro spécial, février 2008  
« Évolutions récentes de la liquidité intrajournalière dans les systèmes de paiement et de règlement », numéro spécial, février 2008

## **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, 2007
- « L'ajustement peu fréquent des prix : une analyse microéconométrique », n° 185, 2007
- « Les dettes publiques sont-elles inflationnistes dans une union monétaire ? », n° 186, 2007
- « Deux indicateurs probabilistes de retournement cyclique pour l'économie française », n° 187, 2007
- « Valorisation et inférence à partir de mélanges de processus conditionnellement gaussiens », n° 188, 2007
- « Modèles de structure par terme à plusieurs retards et primes de risques stochastiques », n° 189, 2007
- « Les effets dynamiques des politiques de désinflation », n° 190, 2007 (en anglais)
- « Modèles de structure par terme à plusieurs retards et changements de régimes », n° 191, 2007 (en anglais)
- « Maquette de prévision d'inflation dans la zone euro », n° 192, 2008 (en anglais)
- « La prévision des taux d'intérêt à partir de contrats *futures* : l'apport de variables économiques et financières », n° 193, 2008
- « La transmission des taux de marché aux taux bancaires : une estimation sur données individuelles françaises », n° 194, 2008

- « Globalisation et inflation : quelques estimations empiriques », n° 195, 2008 (en anglais)
- « Interactions entre politiques économiques nationales : quand la coopération et le pré-engagement sont-ils importants ? », n° 196, 2008 (en anglais)
- « Concurrence, R&D, et le coût de l'innovation », n° 197, 2008 (en anglais)
- « Contraintes de crédit et cyclicité des investissements de R&D: évidence pour la France », n° 198, 2008 (en anglais)
- « L'hétérogénéité des marchés du travail dans une union monétaire : implications en termes de bien-être social », n° 199, 2008 (en anglais)
- « Chocs d'Offre et Optimalité de la Politique monétaire dans la zone euro », n° 200, 2008
- « Test simultané de la non-stationnarité et de la non-linéarité : une application au taux d'intérêt réel américain », n° 201, 2008
- « Contraintes financières et innovation des entreprises : une estimation des effets directs et inversés », n° 202, 2008 (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
- « À propos des turbulences financières », n° 4, 2008
- « Stabilité financière dans les nouveaux États membres et pays candidats à l'Union européenne », n° 5, 2008

## **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

## Avertissement

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008, sont publiés dans un registre électronique consultable sur le site internet de la Banque de France :

- les arrêtés du Conseil général et les décisions de son Comité monétaire, autres que ceux qui sont publiés au *Journal officiel* en application de l'article R. 144-14 du *Code monétaire et financier* ;
- les décisions réglementaires du gouverneur, autres que celles qui n'intéressent que le fonctionnement interne de la Banque ;
- les délégations de pouvoirs, les délégations de signature et les subdélégations concernant les services du siège et les sites administratifs ou industriels.

Ce « **Registre de publication officiel de la Banque de France** » est accessible sur :  
<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bobdf.htm>



## 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**

TARGET2 et l'intégration financière européenne  
TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision  
Flexibilité du marché du travail  
Entre concurrence et efficience :  
l'impact de la directive MIF sur la liquidité  
des marchés actions reste difficile à anticiper  
Évolutions récentes du crédit aux ménages en France

##### **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

Impression SG - DISG  
SIMA IVRY 25-1168  
Dépôt légal : Mars 2008