

N° 108

---

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

---

DÉCEMBRE 2002

---





# Sommaire

## Page

### Éditorial

### Actualité

1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	11
3. Les marchés de capitaux	21

### Études

L'architecture financière internationale	27
Le statut juridique de la monnaie unique	35
Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire	59
Les résultats des établissements de crédit en 2001 et au premier semestre 2002	81
Les évolutions structurelles des marchés de change	93
Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 2001	103
Résumé d'enquête	
Les opérations internationales des banques résidentes en France au deuxième trimestre 2002	123
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	125
Statistiques	127

Les coordonnées des unités de la Banque de France  
ayant contribué au présent Bulletin figurent en fin de document.

*Achevé de rédiger le 20 décembre 2002*

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



## 1. La situation économique de la France

### 1.1. L'économie réelle

#### *Au troisième trimestre, le PIB a progressé de 0,2 %*

Selon les premiers résultats des comptes nationaux trimestriels (prix en base 1995, données cvs-cjo), la croissance du PIB au troisième trimestre 2002 a été de 0,2 %, soit un chiffre inférieur à ce qui était attendu.

En glissement annuel, le PIB a progressé de 0,8 %, contre 1,0 % le trimestre précédent et 2,0 % un an auparavant.

À la fin du troisième trimestre 2002, l'acquis de croissance pour l'année s'établissait à 0,9 %.

Cette hausse de 0,2 % au troisième trimestre de 2002 fait suite à une progression de 0,4 % du PIB au

deuxième trimestre (chiffre inchangé par rapport aux résultats détaillés du deuxième trimestre de 2002).

Si la consommation des ménages a été plus dynamique qu'au trimestre précédent, contribuant pour 0,4 point à la croissance, contre 0,2 point au deuxième trimestre, le repli de leur investissement a été, en revanche, très prononcé. De même, l'investissement des entreprises a enregistré une forte contraction, essentiellement due à la baisse de 2,0 % de leur investissement en bâtiment. Par ailleurs, les stocks ont de nouveau contribué négativement à la croissance du PIB. La consommation publique a ralenti nettement.

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,3 % au cours du troisième trimestre, en hausse de 0,8 % en glissement annuel, après 0,6 % le trimestre précédent et 1,3 % un an auparavant.

#### **Le produit intérieur brut et ses composants en 2001 et en 2002**

(euros constants – cvs-cjo – base 1995)

	2001					2002				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Année Acquis
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,40</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,40</b>	<b>-0,40</b>	<b>1,80</b>	<b>0,60</b>	<b>0,40</b>	<b>0,20</b>		<b>0,9</b>
Importations	-2,00	-1,90	-0,60	-3,10	0,80	2,90	1,40	0,20		0,9
Dépenses de consommation des ménages	1,10	0,40	0,90	0,20	2,70	0,30	0,40	0,70		1,7
Dépenses de consommation des APU	0,20	0,40	0,90	0,50	2,40	0,90	0,80	0,20		2,6
FBCF totale	0,60	-0,60	0,30	-0,40	2,60	0,30	0,10	-0,90		-0,3
dont										
FBCF des SQS et EI	0,40	-0,20	0,10	-0,70	3,30	0,50	-0,50	-0,80		-0,8
FBCF des ménages	0,40	-1,50	0,20	-0,10	-0,90	-0,10	1,10	-0,70		0,1
Exportations	-0,10	-2,90	-0,60	-2,30	1,50	2,30	1,70	1,20		1,4
Stocks en milliards d'euros 95	0,46	0,63	-0,68	-3,25	-2,85	-2,33	-2,82	-3,88		-
<b>Contributions à la croissance</b>										
Solde extérieur	0,50	-0,30	0,00	0,20	0,20	-0,10	0,10	0,30		0,1
Demande intérieure hors stocks	0,80	0,20	0,80	0,20	2,60	0,40	0,40	0,20		1,5
Variation de stocks	-0,90	0,00	-0,40	-0,70	-1,00	0,30	-0,10	-0,30		-0,7

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

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

La progression du PIB pour le troisième trimestre a été révisée à la hausse aux États-Unis, de 0,8 % à 1,0 % (soit 3,2 % sur un an), et au Japon, de 0,7 % à 0,8 % (soit 1,3 % sur un an). Dans la zone euro, selon la première estimation des comptes nationaux, elle se limiterait à 0,3 % par rapport au deuxième trimestre, celui-ci étant révisé à la baisse, de 0,3 % à 0,2 %. Toutefois, la consommation privée est en hausse de 0,5 %, après 0,2 % au deuxième trimestre, et l'investissement se stabilise après six trimestres consécutifs de repli. Pour le quatrième trimestre de 2002, la fourchette d'estimation de la Commission européenne est demeurée inchangée à 0,2-0,5 %.

Les indicateurs avancés de l'activité ont été plus favorablement orientés qu'auparavant sur la période récente. L'indice ISM américain du secteur non manufacturier a vivement progressé, de 53,1 points en octobre à 57,4 points en novembre, et l'indice PMI des services pour la zone euro s'est établi à 50,8 points en novembre, contre 50,1 points en octobre. En novembre, les indices de confiance des ménages se sont redressés aux États-Unis (+ 4,5 points à 84,1 points pour l'indice de l'université du Michigan) et au Japon (+ 0,6 point à 42,2 points pour l'indice de confiance des consommateurs du Cabinet Office).

Malgré ces indications plus favorables, les incertitudes sur la croissance demeurent fortes. Ainsi, en octobre, la production industrielle a reculé, aux États-Unis, de 1,1 % sur le mois, soit la plus forte baisse mensuelle enregistrée depuis septembre 2001 ; pour le mois de septembre, au Japon, elle a diminué de 0,3 % sur le mois et de 0,2 % dans la zone euro. Par ailleurs, aux États-Unis, le taux de chômage a progressé de 5,7 % en octobre à 6,0 % en novembre. Dans la zone euro, il est passé à 8,4 % de la population active en octobre, soit + 0,1 point par rapport à septembre, tandis que, au Japon, il a retrouvé en octobre son maximum historique de 5,5 %.

S'agissant de l'évolution des prix, le glissement annuel de l'indice des prix de détail américain s'est établi à 2,0 % en octobre au lieu de 1,5 % en septembre, celui du Japon à - 0,9 % en octobre, contre - 0,7 % en septembre, l'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois de novembre tablant sur une progression de l'indice harmonisé de la zone euro de 2,2 % sur un an, après 2,3 % en octobre.

Le Système fédéral de réserve a diminué l'ensemble de ses taux directeurs de 50 points de base le 6 novembre, ramenant ainsi le taux cible des fonds fédéraux à 1,25 % et le taux d'escompte à 0,75 %. La Banque centrale européenne a procédé à une réduction de ses taux directeurs de même ampleur le 5 décembre, abaissant son taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement à 2,75 %. Ce dernier mouvement a été suivi, le même jour, par un geste équivalent de la Banque du Danemark. Tandis que la Banque nationale suisse et la Banque d'Angleterre optaient pour le statu quo monétaire, la Banque de Suède diminuait ses taux de 25 points de base le 6 décembre et la Banque de Norvège de 50 points de base le 11 décembre.

La situation des comptes extérieurs reste contrastée. Sur les neufs premiers mois de l'année 2002, la zone euro a enregistré un excédent de son compte de transactions courantes de 37,2 milliards d'euros, soit 0,7 % du PIB (contre un déficit de 22,9 milliards sur la période correspondant de 2001) et ce, grâce à un triplement de l'excédent du solde commercial à 77,1 milliards d'euros (soit 1,5 % du PIB). Le solde des paiements courants japonais est demeuré, lui aussi, en fort excédent : sur les dix premiers mois de l'année, il s'est établi à 12 233 milliards de yens (soit 2,9 % du PIB) contre 8 669 milliards (soit 2,0 % du PIB) pour la période correspondante de 2001. Toutefois, le taux de croissance du solde cumulé a continué de ralentir : + 40,5 % en octobre, contre 42,2 % en septembre. Aux États-Unis, même si le solde commercial mensuel est demeuré stable en septembre par rapport à celui du mois d'août (38 milliards de dollars), en données cumulées sur les neuf premiers mois de l'année, il s'est creusé de 270,3 milliards à fin septembre 2001 à 317,3 milliards un an plus tard, le déficit des paiements courants passant, dans le même temps, de 298,3 milliards de dollars (3,0 % du PIB) à 367,1 milliards (3,5 % du PIB).

*Après une baisse en octobre,  
la production industrielle  
est apparue mieux orientée en novembre*

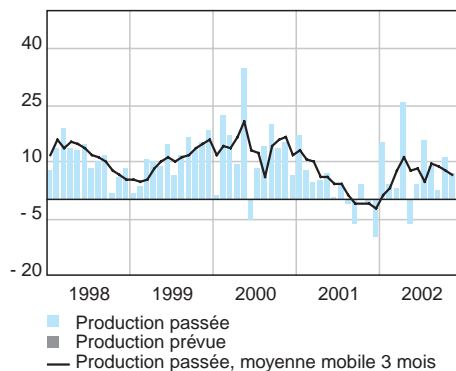
La production manufacturière a diminué, en octobre, de 0,4 % sur le mois, après - 0,2 % en septembre.

L'acquis de croissance pour le quatrième trimestre s'est établi à - 0,4 % pour la production manufacturière.

En novembre, toutefois, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a légèrement progressé, grâce à l'augmentation de la production dans l'industrie automobile et les biens de consommation.

### La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

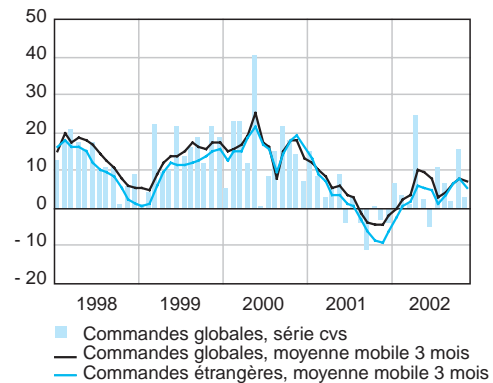


Le courant de commandes nouvelles n'a guère varié dans l'ensemble ; il s'est cependant renforcé dans les biens de consommation et les industries agroalimentaires. Les ordres en provenance de l'Union européenne ont fléchi, particulièrement dans les biens intermédiaires et l'industrie automobile, ce qui a pesé sur l'évolution de la demande étrangère.

Le niveau des carnets de commandes demeure, globalement, proche de la normale.

### Les commandes dans l'industrie

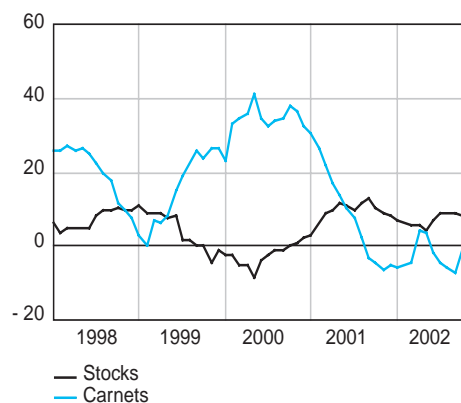
(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis évoluent très faiblement ; dans quelques secteurs, ils apparaissent un peu moins lourds que le mois précédent.

### Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Par ailleurs, une progression modérée de la production est attendue dans tous les secteurs pour les prochains mois.

*Dans les services marchands, l'activité devrait être soutenue par l'orientation favorable des ventes du commerce*

En octobre, en effet, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est nettement redressée (1,0 %, après - 0,9 % en septembre) permettant de dégager un acquis de croissance de 0,5 % pour le quatrième trimestre. Cette hausse mensuelle est essentiellement due au rebond des achats en autres produits manufacturés (2,0 %, après - 0,8 %). Sur un an, les achats en produits manufacturés sont en hausse de 2,3 %, après 1,8 % en septembre.

En novembre, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, le chiffre d'affaires du commerce de détail a de nouveau progressé (1,7 % sur le mois, + 2,2 % sur un an), malgré l'orientation peu favorable des achats de véhicules. Sur ce mois, les immatriculations de voitures particulières neuves ont enregistré un nouveau repli (- 3,3 % par rapport au mois précédent, en données cvs-cjo).

Au total, hors commerce, la progression de la valeur ajoutée des services marchands devrait être modérée, selon les données de l'enquête mensuelle de la Banque de France.

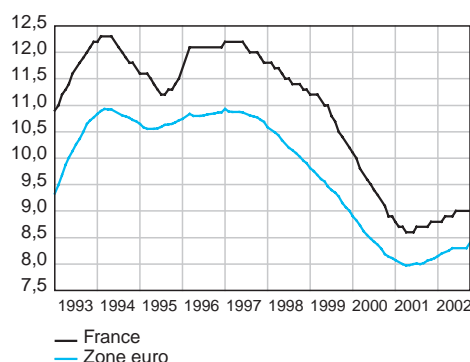
Par ailleurs, l'indicateur résumé de confiance des ménages n'a plus baissé depuis octobre : après la hausse de 2 points observée le mois précédent, il s'est, en effet, stabilisé en novembre à - 16. La nouvelle amélioration des soldes relatifs au niveau de vie passé et à l'évolution antérieure des prix a été compensée par la légère baisse des perspectives d'évolution des mêmes soldes. L'opinion des ménages relative à l'évolution du chômage a connu une légère détérioration.

Les statistiques publiées par la Dares indiquent une légère hausse de l'emploi salarié au troisième trimestre (0,1 %). En octobre, le taux de chômage est resté stable, à 9 %, pour le cinquième mois consécutif.

Dans la zone euro, le taux de chômage s'est élevé à 8,4 % de la population active en octobre (8,3 % le mois précédent).

#### Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : Dares, Eurostat

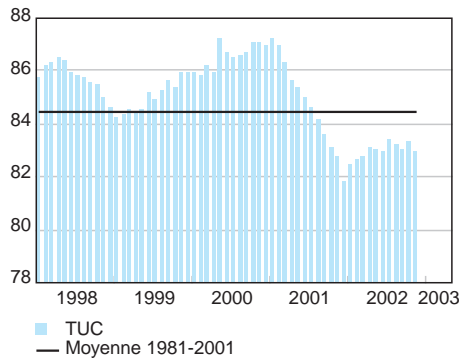
#### *L'investissement ne connaîtrait pas de reprise à court terme*

Après la baisse de 0,8 % enregistrée au troisième trimestre, l'utilisation encore peu intensive des capacités de production (en novembre, le taux d'utilisation des capacités de production a diminué de 0,3 point sur le mois, pour s'établir à 83,0 %) pourrait, en effet, se traduire par une nouvelle réduction des dépenses d'investissement.



### Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

(en %, cvs)



## 1.2. L'évolution des prix

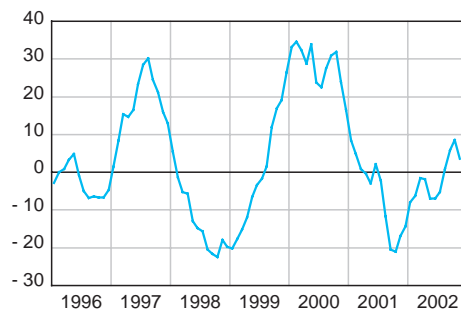
### En novembre, les cours du pétrole ont baissé

En novembre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris le pétrole, en euros, a enregistré une baisse de 6,9 % (+ 11,2 % sur un an), grâce, en particulier, à la contraction de 13,3 % de l'indice pétrole (+ 14,8 % sur un an).

Sur ce mois, le cours du *brent* (pétrole de la mer du Nord) a, en effet, enregistré une baisse de 11,5 % (+ 29,4 % sur un an).

### Indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel, en %)



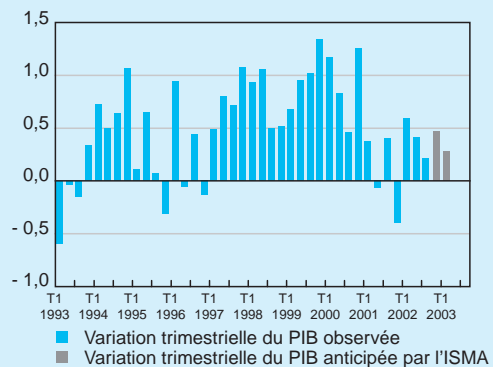
### Évolutions de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) et de l'indicateur du climat des affaires établis d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité, construit à partir des résultats de l'enquête dans l'industrie, la croissance du produit intérieur brut s'établirait à 0,5 % au quatrième trimestre (estimation revue de + 0,1 point).

Sous cette hypothèse, sur l'ensemble de l'année 2002, la croissance atteindrait 1,0 % et l'acquis de croissance pour 2003 à la fin du quatrième trimestre s'élèverait à 0,6 %.

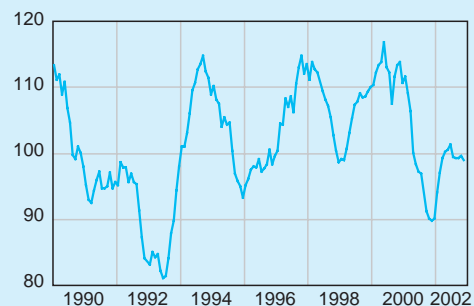
Au premier trimestre 2003, selon la première estimation disponible, le produit intérieur brut progresserait de 0,3 %, soit un acquis de croissance pour l'année de 0,9 % à la fin du premier trimestre.

### Évolutions de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires est revenu en novembre à 99, contre 100 le mois précédent et 91 un an auparavant.

### Indicateur du climat des affaires dans l'industrie



### **Les prix de ventes industriels ont reculé en octobre**

En octobre, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie ont baissé de 0,1 %, après une progression de 0,3 % en septembre, soit + 0,6 % sur un an.

Ce recul provient essentiellement des baisses des prix des produits agro-alimentaires (− 0,4 %), des biens de consommation (− 0,2 %).

Les prix de vente de l'industrie hors énergie et IAA sont restés stables en octobre, après une baisse de 0,1 % en septembre, soit + 0,4 % sur un an.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle se sont accrus de 0,2 % au mois d'octobre, contre + 0,1 % le mois précédent.

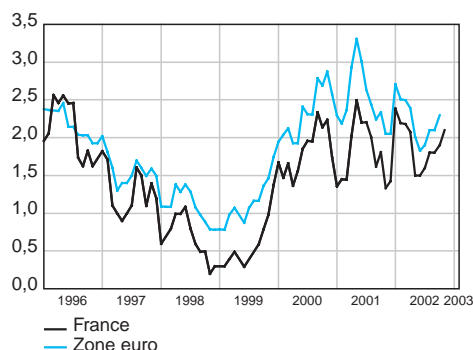
### **L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé est en hausse de 2,1 % sur un an en novembre**

En novembre 2002, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a baissé de 0,1 % en France. Sur un an, l'IPCH s'est accru de 2,1 %, contre 1,9 % le mois précédent et 1,3 % un an auparavant.

En novembre, le taux d'inflation de la zone euro a été de 2,2 % sur un an, après 2,3 % en octobre.

#### **Indice harmonisé des prix à la consommation**

(en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Eurostat

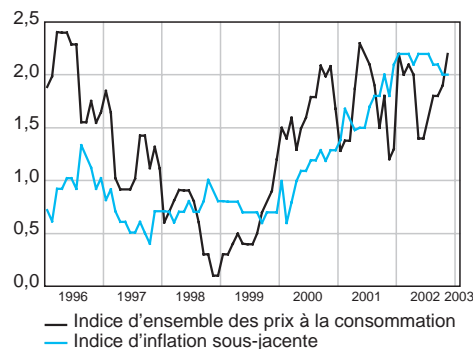
L'indice national brut des prix de détail (IPCN) a enregistré une stabilité, en novembre, en France (après + 0,2 % en octobre 2002 et contre − 0,1 % en novembre 2001), soit une progression de 2,2 % en glissement annuel, contre 1,9 % le mois précédent et 1,2 % en novembre 2001.

La stabilité mensuelle de l'indice d'ensemble provient essentiellement du net recul des prix des produits pétroliers et, dans une moindre mesure, des produits manufacturés et des produits frais. Ces baisses sont compensées par le renchérissement des services, en particulier ceux de santé.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE s'est accru de 0,1 % sur le mois (comme en septembre), soit + 2,0 % en glissement annuel, après + 1,8 % le mois précédent.

#### **Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente**

(données cvs, en glissement annuel, en %)



Source : INSEE

### 1.3. La compétitivité

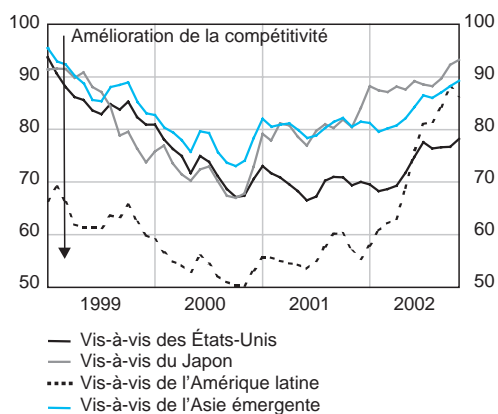
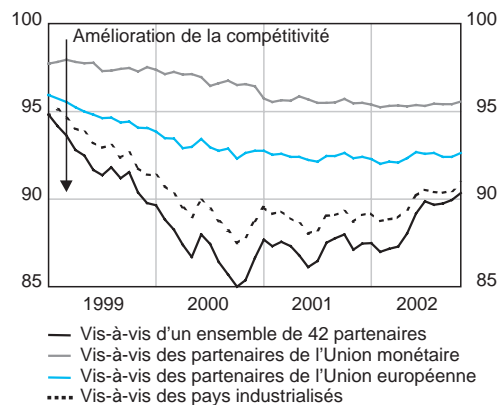
#### *Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros*

L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires<sup>1</sup> s'est établi à 90,3 en novembre (contre 89,9 le mois précédent), par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

#### **Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro**

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

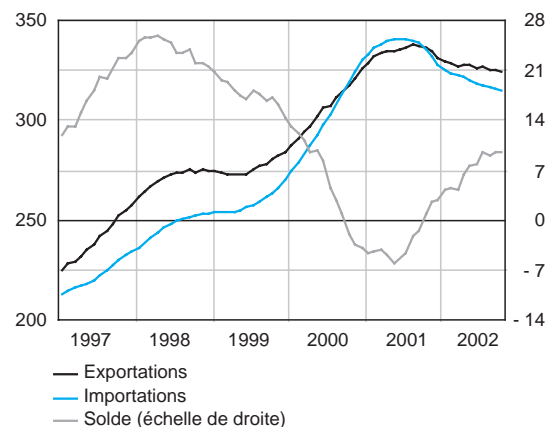
### 1.4. Le commerce extérieur en octobre 2002

En octobre 2002, la balance commerciale était excédentaire de 1,3 milliard d'euros en données cvs, solde légèrement supérieur à celui du mois de septembre. Les exportations et les importations, en retrait de, respectivement, 2 % et 4 % par rapport au mois précédent, ont reculé pour le troisième mois consécutif et sont revenues en dessous de leur niveau de début d'année. Sur les dix premiers mois de 2002, le solde cvs a été excédentaire de 9,1 milliards d'euros, contre 2,4 milliards sur les dix premiers mois de 2001.

#### **Commerce extérieur**

Douze mois glissants (cvs)

milliards d'euros      milliards d'euros



Source : Douanes

À l'exception des produits de l'industrie automobile, dont les ventes ont progressé de 1,9 % en données cvs, les exportations se sont repliées dans tous les secteurs industriels. Les exportations de biens d'équipement professionnel, qui avaient déjà diminué de 2,3 % en septembre, ont vu leur recul s'accroître (- 5,1 %), malgré une hausse des livraisons d'Airbus par rapport au mois précédent (13 appareils vendus pour 0,9 milliard d'euros, contre 12 appareils vendus pour 0,8 milliard en septembre). On observe également un repli de moindre ampleur pour les exportations des autres secteurs : - 2,7 % pour les biens de consommation et - 1,4 % pour les biens intermédiaires.

<sup>1</sup> Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

À l'importation, les évolutions ont été similaires avec un essor des achats de produits de l'industrie automobile (4,9 %) et une contraction marquée dans tous les autres secteurs, y compris les produits agricoles et alimentaires. Les importations de biens d'équipement professionnel ont ainsi baissé de 4,2 %, les achats de biens intermédiaires et de biens de consommation déclinant de, respectivement, 2,9 % et 5,2 %. Au mois d'octobre, dans ces trois secteurs, les achats à l'étranger se sont situés à leur plus bas niveau mensuel de l'année.

Sur le plan géographique, les exportations vers les pays de l'Union européenne apparaissent toujours aussi peu dynamiques, alors que le recul des importations s'est accentué par rapport au mois précédent (– 5,7 %, après – 2,9 %). En conséquence, le solde a fortement progressé, à 1,3 milliard d'euros, contre 0,5 milliard en septembre. Le recul des importations a été particulièrement prononcé avec l'Irlande (– 16,7 %), l'Italie (– 10,4 %), le Royaume-Uni (– 8,3 %), les Pays-Bas (– 6,8 %) et l'Allemagne (– 4,9 %). Du côté des exportations, on relève une baisse marquée avec l'Allemagne (– 5,1 %) et l'UEBL (– 6,2 %), tandis que les ventes ont progressé vers le Royaume-Uni (4 %), l'Espagne (1,6 %) et surtout vers l'Italie (4,3 %), où elles ont été soutenues par des livraisons d'automobiles en très forte croissance.

On note, par ailleurs, une forte baisse des exportations vers les États-Unis (– 11,3 %) et le continent américain (– 10,1 %), ainsi qu'à destination du Proche-Orient (– 27,5 %), alors que les importations en provenance d'Afrique et d'Asie (– 4,4 %) ont reculé de façon très marquée (respectivement, – 12,5 % et – 4,4 %).

## 1.5. La balance des paiements

### 1.5.1. Les résultats en octobre 2002

Le *compte de transactions courantes* a affiché un déficit de 0,5 milliard d'euros en données brutes, le premier depuis avril. En données cvs, il a présenté un solde proche de l'équilibre (0,2 milliard). Les échanges de services et les paiements de revenus ont été mal orientés au cours du mois, tandis que l'excédent cvs des échanges de biens s'est redressé, dans un contexte de recul des flux, en recettes comme en dépenses.

Au sein du *compte financier*, contrairement aux mois précédents, les *investissements de portefeuille* ont fait apparaître des entrées nettes de capitaux (8,5 milliards d'euros). Par rapport au mois précédent, on constate deux mouvements en sens inverse : les résidents ont légèrement réduit leurs achats nets de titres étrangers (à 4,4 milliards d'euros, contre 6,8 milliards), en particulier sur les titres du marché monétaire, tandis que les achats nets de titres français par les non-résidents ont presque triplé, à 12,9 milliards. Les non-résidents ont, en particulier, acquis des obligations et des titres du marché monétaire, à hauteur de 9,7 milliards d'euros et 4,5 milliards, cet afflux de capitaux ayant sans doute pour origine les anticipations d'une baisse des taux de la BCE.

Sur les dix premiers mois de 2002, l'excédent du *compte de transactions courantes* a atteint 21,8 milliards d'euros, en hausse de 3,5 milliards par rapport à la période correspondante de 2001. Le solde des échanges de biens s'est élevé à 10,8 milliards d'euros, en hausse de plus de 8 milliards d'une période à l'autre. Si les exportations enregistrées depuis le début de l'année ont quasiment retrouvé le niveau qu'elles avaient atteint lors des dix premiers mois de 2001, les importations se sont inscrites non seulement en deçà de leur valeur sur les dix premiers mois de 2001, mais également à un niveau inférieur à celui des dix premiers mois de l'année 2000.

De leur côté, les échanges de services ont affiché un solde de 17,6 milliards d'euros sur dix mois, proche de celui des dix premiers mois de 2001. Le tassement de l'excédent des voyages (0,4 milliard), sous l'effet combiné d'un léger fléchissement des recettes (– 0,4 %) et d'une progression des dépenses (1,5 %), a été très limité au regard des craintes exprimées au lendemain des attentats du 11 septembre 2001. Sur les dix premiers mois de l'année, le solde cumulé des revenus (4,8 milliards d'euros) a diminué de 7,2 milliards par rapport à la période correspondante de 2001. Si, d'une année à l'autre, le solde net des revenus d'investissements directs n'a que légèrement fléchi, les déficits des revenus d'investissements de portefeuille et des « autres investissements » se sont fortement amplifiés, en premier lieu sous l'effet d'une augmentation des intérêts sur titres versés aux non-résidents, en second lieu sous l'effet d'une forte chute de la rémunération des placements et crédits à l'étranger, en liaison avec le mouvement de baisse de taux.

Au sein du *compte financier*, le solde débiteur des *investissements directs* a fortement décrû, à – 9,4 milliards d’euros, contre – 41 milliards sur les dix premiers mois de 2001. D’une période à l’autre, les investissements français à l’étranger ont diminué de 34 %, essentiellement suite à une réduction de plus de moitié des opérations en capital social, tandis que les investissements directs étrangers en France ont augmenté de plus de 13 %, en raison d’une forte hausse (61 %) des opérations en capital social. Concernant la répartition géographique des flux, on note, en particulier, une diminution de la part des investissements directs français dans la zone euro au profit des pays de l’OCDE, hors Union européenne, et notamment des États-Unis ; pour les investissements entrants, la part des pays de l’OCDE, hors Union européenne, s’est également accrue, au détriment des pays de l’Union monétaire et surtout du Royaume-Uni.

À l’inverse, les *investissements de portefeuille* ont dégagé un solde débiteur de 37,9 milliards d’euros depuis le début de l’année 2002, qui contraste avec le solde créditeur de 6,8 milliards enregistré sur les dix premiers mois de 2001. Si les achats de titres étrangers par les résidents ont légèrement progressé, à 95,3 milliards d’euros, contre 84,2 milliards, on relève surtout une contraction de 33,6 milliards des achats de titres français par les non-résidents. Cela tient, d’une part, à ce que des ventes nettes d’actions françaises, à hauteur de 5,8 milliards d’euros, ont succédé à des achats nets de 9,2 milliards et, d’autre part, au ralentissement prononcé des acquisitions d’obligations françaises privées par les non-résidents depuis le début de l’année.

### Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d’euros)

	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Sept. 2002 (b)	Oct. 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>17 702</b>	<b>23 741</b>	<b>2 339</b>	<b>2 186</b>	<b>1 917</b>	<b>- 521</b>	<b>18 286</b>	<b>21 858</b>
Biens	- 3 581	3 784	2 581	185	507	1 602	2 174	10 769
Services	21 492	19 926	2 744	1 777	2 288	1 321	17 197	17 648
Total « Biens et services »	17 911	23 710	5 325	1 962	2 795	2 923	19 371	28 417
– Recettes	410 274	414 193	38 004	29 482	34 852	37 578	349 201	346 665
– Dépenses	392 363	390 483	32 679	27 520	32 057	34 655	329 830	318 248
Revenus	14 988	16 587	- 1 290	1 579	696	- 1 658	11 947	5 263
Transferts courants	- 15 197	- 16 556	- 1 696	- 1 355	- 1 574	- 1 786	- 13 032	- 11 822
<b>Compte de capital</b>	<b>1 478</b>	<b>- 330</b>	<b>19</b>	<b>- 206</b>	<b>50</b>	<b>- 82</b>	<b>640</b>	<b>- 137</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 31 098</b>	<b>- 27 495</b>	<b>11 747</b>	<b>- 8 327</b>	<b>- 15 987</b>	<b>9 006</b>	<b>- 42 736</b>	<b>- 30 140</b>
Investissements directs	- 143 895	- 33 740	1 719	- 1 436	- 1 039	- 2 832	- 40 957	- 9 380
– Français à l’étranger	- 190 491	- 92 546	- 3 072	- 4 007	- 7 296	- 6 297	- 78 461	- 51 923
– Étrangers en France	46 596	58 806	4 791	2 571	6 257	3 465	37 504	42 543
Investissements de portefeuille	40 019	20 989	- 5 312	- 1 908	- 2 402	8 518	6 800	- 37 905
– Avoirs	- 104 985	- 93 017	- 8 093	590	- 6 841	- 4 353	- 84 192	- 95 331
– Engagements	145 004	114 006	2 781	- 2 498	4 439	12 871	90 992	57 426
Autres investissements	65 064	- 23 291	14 969	- 4 859	- 15 630	668	- 14 934	8 715
– Avoirs	- 417	- 61 494	12 677	16 145	- 19 607	- 36 426	- 57 990	- 23 920
– Engagements	65 481	38 203	2 292	- 21 004	3 977	37 094	43 056	32 635
Produits financiers dérivés	5 050	2 784	1 038	- 283	2 768	1 509	2 704	4 782
Avoirs de réserve	2 664	5 763	- 667	159	316	1 143	3 651	3 648
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>11 918</b>	<b>4 084</b>	<b>- 14 105</b>	<b>6 347</b>	<b>14 020</b>	<b>- 8 403</b>	<b>23 810</b>	<b>8 419</b>

(a) Chiffres définitifs

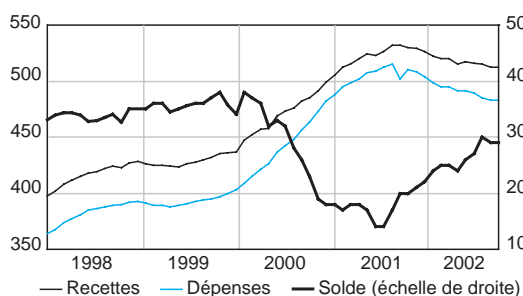
(b) Chiffres provisoires

## 1.5.2. L'évolution des principales rubriques de la balance des paiements

### Transactions courantes

Douze mois glissants

milliards d'euros

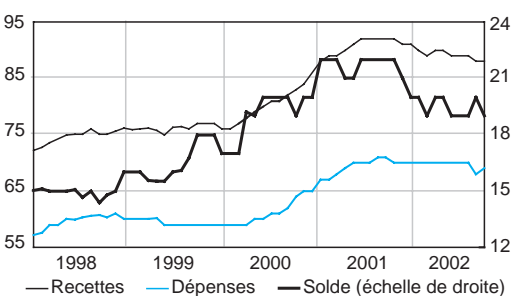


### Services

Douze mois glissants (cvs)

milliards d'euros

milliards d'euros

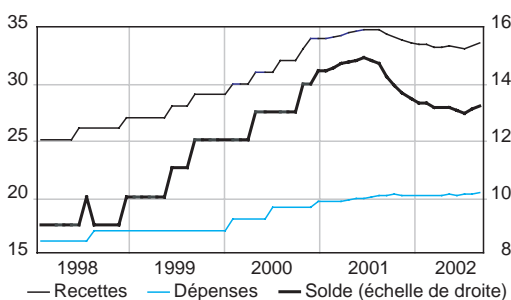


### Voyages

Douze mois glissants (cvs)

milliards d'euros

milliards d'euros

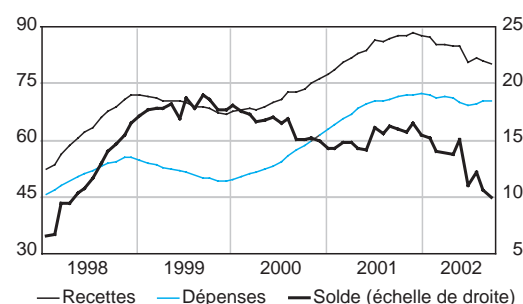


### Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)

milliards d'euros

milliards d'euros

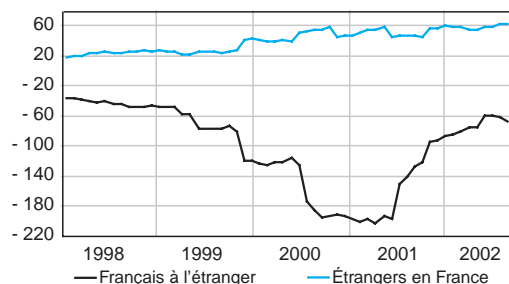


### Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

milliards d'euros

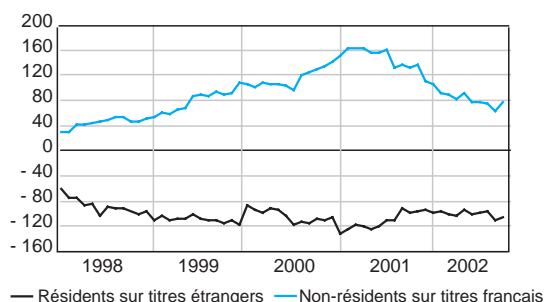


### Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

milliards d'euros





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

### 2.1. La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro

Dans la zone euro, la croissance annuelle de l'agrégat M3 s'est ralentie en octobre par rapport à septembre : 7,0 %, après 7,3 %<sup>1</sup>. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels est restée inchangée, à 7,1 % pour la période allant d'août à octobre 2002.

La circulation fiduciaire a retrouvé, en octobre, une évolution annuelle positive (6,2 %, après - 0,5 % à fin septembre). En contrepartie, la progression des dépôts à vue, qui avait été alimentée en fin d'année 2001 par la contraction de la circulation

fiduciaire précédant le passage à l'euro, s'est affaiblie (8,5 %, après 9,6 %). Au total, la croissance annuelle de l'ensemble des moyens de paiement est restée de 8,2 % en octobre, comme en septembre.

La croissance des autres dépôts à court terme, inclus dans M2 – M1, s'est légèrement renforcée en octobre, à 5,5 %, après 5,2 %. En conséquence, la progression de l'agrégat M2 (6,8 %) a été légèrement plus soutenue qu'en septembre (6,6 %).

Le taux de croissance de M3 – M2 s'est notablement ralenti à 8,4 % en octobre, après 11,5 %. Cette décélération résulte de la moindre progression des titres d'OPCVM monétaires (18,4 %, après 21,5 %) et des pensions (0,5 %, après 6,0 %), alors que la contraction des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans et des instruments du marché monétaire est moins marquée (- 5,1 %, après - 7,1 %).

<sup>1</sup> Pour la zone euro, ces taux de croissance se rapportent, sauf indication contraire, aux agrégats corrigés des effets saisonniers et de calendrier de fin de mois.

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

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)			
	Encours	Taux de croissance annuel		Part dans
		(a)		la zone euro
	Octobre 2002	Septembre 2002	Octobre 2002	Octobre 2002
<b>ZONE EURO (b) :</b>				
<b>agrégats monétaires en données cvs</b>				
Billets et pièces en circulation	314,1	- 0,5	6,2	
+ Dépôts à vue	1 996,9	10,0	9,6	
<b>= M1</b>	<b>2 311,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	
+ autres dépôts monétaires	2 531,6	5,2	5,5	
<b>= M2</b>	<b>4 842,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	
+ Instruments négociables	841,4	11,5	8,4	
<b>= M3</b>	<b>5 684,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b>	<b>6 758,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	
<b>Créances sur le secteur privé</b> (données brutes)	<b>7 660,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	
<b>FRANCE</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	348,4	8,6	5,4	17,4
Comptes sur livrets	310,8	9,1	8,6	22,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	64,7	- 9,3	- 6,8	5,9
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	300,8	5,3	4,7	54,6
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 142,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>16,9</b>
<b>Endettement intérieur total (d)</b>	<b>2 575,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	
dont : Administrations publiques	905,6	5,7	7,8	
Sociétés non financières	1 118,4	4,9	4,6	
Ménages	551,8	6,7	6,9	

(a) Évolutions corrigées de l'impact 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

(d) L'endettement intérieur total regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers.

Sources : BCE, Banque de France

Parmi les contreparties de M3 (en données non cvs), la croissance annuelle des concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé a légèrement diminué, revenant de 5,0 % en septembre à 4,9 % en octobre, en raison de la décélération des crédits (5,0 %, après 5,2 %). La contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de M3 a été, comme le mois précédent, de 2,5 %.

### Contributions à la croissance annuelle de M3

	(en points)	
	Septembre 2002	Octobre 2002
<b>Total</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>
Créances nettes sur l'extérieur	2,5	2,5
Concours au secteur privé	7,0	6,8
Concours aux administrations publiques	0,7	0,8
Ressources non monétaires	- 3,7	- 3,5
Divers	0,8	0,4

Source : BCE

En France, les avoirs monétaires des résidents ont connu les principales évolutions suivantes :

- la progression des *dépôts à vue* s'est nettement ralentie : 5,4 %, après 8,6 % en septembre ;
- la croissance annuelle des *livrets* s'est amoindrie : 8,6 %, après 9,1 % en septembre ;
- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est atténuée : - 6,8 %, après - 9,3 % ;
- la progression des titres d'*OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire* détenus par les résidents a été moins marquée en octobre : 4,7 %, après 5,3 % en septembre.

La croissance annuelle des *crédits au secteur privé français* s'est établie à 4 % en octobre, après 5 % en septembre.

## 2.2. Le financement de l'économie française

### L'endettement intérieur total

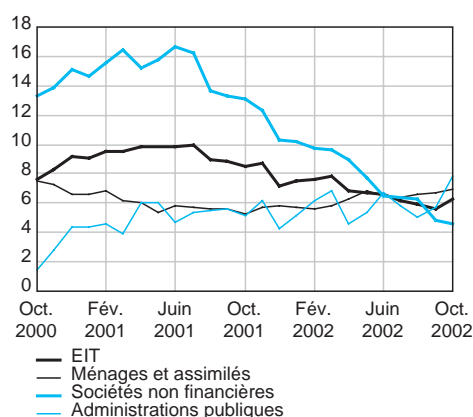
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a augmenté en octobre. L'accélération de la progression de l'endettement des ménages et de celui des administrations publiques a été plus que compensée par la baisse du taux de croissance de l'endettement des sociétés non financières.

### Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Endettement intérieur total	8,5	5,6	6,2
Sociétés non financières	13,0	4,9	4,6
Ménages	5,3	6,7	6,9
Administrations publiques	5,1	5,7	7,8

### Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



### Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Endettement intérieur total	8,5	5,6	6,2
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	5,8	3,7	3,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents	13,2	21,5	20,5
Financements de marché	11,4	4,3	6,6
Financements monétaires du Trésor public	3,0	7,0	7,8

Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes — qui incluent les crédits des IFM et des autres intermédiaires financiers — et non résidentes a continué de fléchir. À l'inverse, celui des financements de marchés et des financements monétaires du Trésor public a augmenté.



### Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois d'octobre 2002 s'est élevé à 7,1 milliards d'euros, après 6,6 milliards en septembre et 2,8 milliards en août. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté 4,2 % de l'ensemble des opérations (27,3 % le mois précédent).

Le cumul des émissions des douze derniers mois est en hausse de 12,2 % par rapport au total émis en 2001. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 98,1 % des capitaux collectés.

### Émissions d'actions et de certificats d'investissement réglées en numéraire

	(en milliards d'euros)			
	Année 2000	Année 2001	12 mois glissants	Oct. 2002
Sociétés non financières	65,6	80,0	90,0	6,7
Autres agents (a)	1,9	1,7	1,8	0,4
<b>Total émis (b)</b>	<b>67,5</b>	<b>81,7</b>	<b>91,7</b>	<b>7,1</b>
dont : Titres cotés				
Cote officielle et Second marché	15,2	7,5	10,8	0,3
Appel public à l'épargne (c)	11,4	3,3	5,6	0,2

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

(b) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale

(c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de la COB

Sources : Euronext, Banque de France

## 2.2.1. L'endettement sous forme de titres

### L'endettement sur les marchés

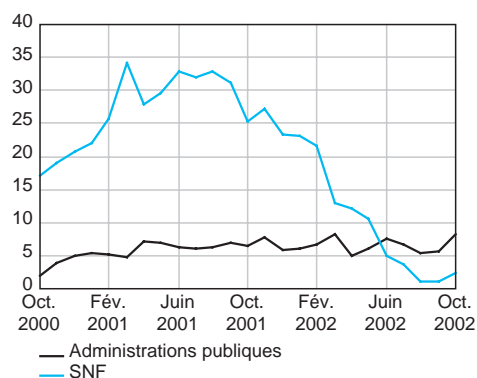
La croissance de l'endettement des agents non financiers résidents sur les marchés s'est sensiblement accentuée en octobre, en particulier pour les administrations publiques.

### Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Endettement sur les marchés	11,4	4,3	6,6
Administrations publiques	6,5	5,7	8,3
≤ 1 an	10,6	38,3	47,6
> 1 an	6,2	3,0	5,2
Sociétés non financières	25,2	1,0	2,5
≤ 1 an	16,4	- 30,1	- 33,0
> 1 an	28,1	10,1	13,0

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

(taux de croissance annuel en %)



**Premiers éléments sur les émissions de titres de dette sur la place de Paris en novembre 2002****Obligations et titres de créances négociables**

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin novembre 2002
	Année 2000	Année 2001	12 mois glissants	Novembre 2002	12 mois glissants	Novembre 2002	
<b>Obligations émises à Paris</b>	<b>44,3</b>	<b>12,5</b>	<b>26,5</b>	<b>- 11,2</b>	<b>87,5</b>	<b>7,1</b>	<b>830,1</b>
État	23,4	23,1	34,4	- 9,5	54,7	3,3	476,7
Administrations publiques (hors État)	- 0,5	3,3	- 4,2	- 1,9	1,1	—	25,0
Établissements de crédit et assimilés	- 1,2	-12,2	- 6,8	- 0,4	18,8	2,5	192,5
Assurances	0,4	0,1	0,1	—	0,1	—	2,2
Sociétés non financières	22,2	- 1,8	3,0	0,6	12,8	1,3	133,7
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>30,2</b>	<b>39,5</b>	<b>18,5</b>	<b>10,3</b>	<b>4 236,9</b>	<b>436,9</b>	<b>542,8</b>
BTF et BTAN	9,0	14,9	16,4	8,6	215,1	19,6	231,6
Certificats de dépôt négociables	- 3,7	25,3	22,7	1,7	3 071,9	336,1	185,8
BMTN	2,5	- 4,7	- 2,2	- 0,3	12,6	0,9	53,8
Billets de trésorerie	22,4	4,0	- 18,4	0,3	937,3	80,3	71,6

**Le montant des émissions obligataires brutes** des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois de novembre, s'est établi à 7,1 milliards d'euros, en baisse de 14 % par rapport au mois précédent. Compte tenu d'un montant de remboursements de 18,2 milliards d'euros, les émissions nettes sur la place de Paris ont été négatives (– 11,2 milliards).

**L'État** a levé 3,3 milliards d'euros, essentiellement sur l'OAT 4,75 % Octobre 2006, qui représentent 46 % des émissions du mois. Sur les onze premiers mois, les émissions d'OAT excèdent de plus de 10,0 milliards d'euros le programme d'émission affiché pour 2002 (42,5 milliards). Les OAT indexées sur l'inflation ont représenté 17 % des émissions. La dette obligataire de l'État représentait, à la fin du mois de novembre, 57 % des encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

**Les émissions obligataires des établissements de crédit** ont atteint 2,5 milliards d'euros en novembre, soit 35 % du montant des émissions du mois sous revue. Au cours de la période, les émissions brutes d'obligations foncières ont représenté près de 80 % des émissions du secteur des établissements de crédit. Le cumul sur un an des émissions nettes demeure négatif (– 6,8 milliards).

**Les sociétés non financières** ont levé 1,3 milliard d'euros, dont 77 % sous forme d'obligations convertibles ou remboursables en actions.

**Les émissions brutes de titres de créances négociables** se sont élevées à 436,9 milliards d'euros en novembre. Les certificats de dépôt ont continué d'en représenter la plus grosse part (77 %). Compte tenu des tombées, les émissions nettes ont atteint 10,3 milliards d'euros en novembre, totalisant ainsi 18,5 milliards sur les douze derniers mois, soit moitié moins qu'en 2001.

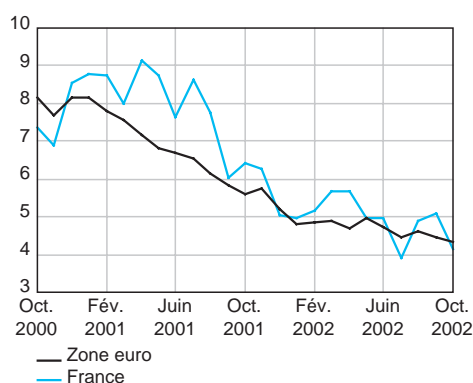
## 2.2.2. L'évolution des crédits

### Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a sensiblement fléchi en octobre.

#### Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

#### Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Crédits des IFM	6,4	5,1	4,1
Banques	7,8	5,1	3,9
CDC et CNE	-1,9	3,5	5,2
Établissements spécialisés	6,6	4,6	3,8

Le ralentissement a concerné les crédits distribués par les banques et les établissements spécialisés. Le rythme de croissance de l'encours de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et de la Caisse nationale d'épargne (CNE) s'est, en revanche, accru.

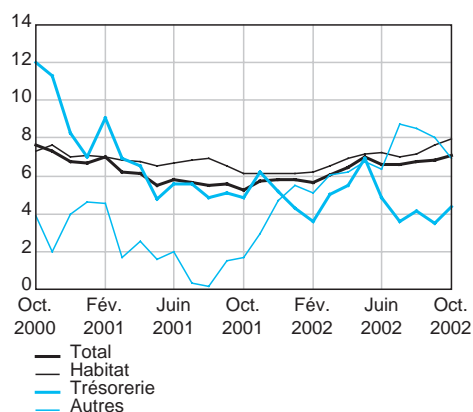
#### Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Crédits des IFM	6,4	5,1	4,1
aux administrations publiques	- 1,5	5,7	5,7
au secteur privé	7,3	5,0	4,0
dont :			
Crédits des EC aux ménages	5,3	6,8	7,1
dont : Trésorerie	4,9	3,5	4,4
Habitat	6,2	7,6	8,0
Crédits des EC aux sociétés non financières	8,3	0,5	- 0,4
dont : Trésorerie	9,9	- 7,7	- 7,6
Investissement	9,5	5,9	4,0

Le taux de croissance des crédits consentis aux administrations publiques n'a pas varié, tandis que celui des crédits accordés au secteur privé a diminué. La croissance des crédits aux ménages s'est quelque peu renforcée, mais l'évolution annuelle des crédits aux sociétés non financières est devenue négative, du fait d'une forte baisse de la progression des crédits à l'investissement.

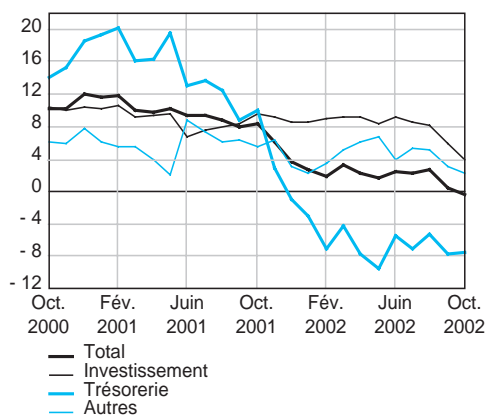
#### Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



## Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



## Les taux débiteurs

Le coût des crédits aux entreprises a peu varié dans la zone euro en octobre 2002 ; les taux des crédits aux particuliers se sont orientés à la baisse.

### Taux débiteurs

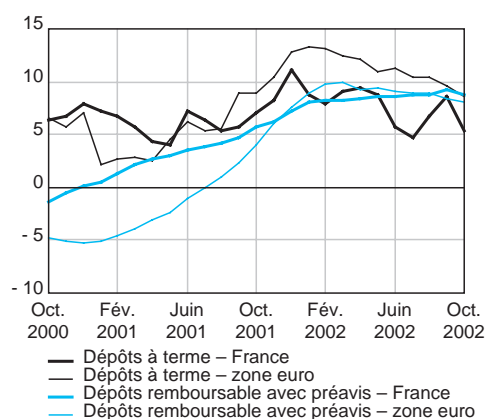
	(moyennes mensuelles en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
<b>Crédits à la consommation</b>			
Zone euro	9,99	9,82	9,79
France	9,58	9,38	9,38
<b>Crédits à l'habitat à taux fixe</b>			
Zone euro	5,65	5,37	5,28
France	6,29	6,04	6,04
<b>Crédits aux entreprises ≤ 1 an</b>			
Zone euro	6,46	6,11	6,13
France	4,93	4,66	4,66
<b>Crédits aux entreprises &gt; 1 an</b>			
Zone euro	5,82	5,61	5,59
France	5,29	4,99	4,99

## 2.3. Les placements intermédiés

### Les placements auprès des institutions financières monétaires

#### Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

(taux de croissance annuel en %)

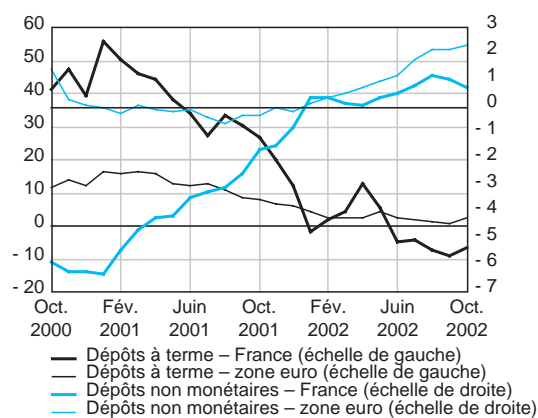


Sources : BCE, Banque de France

En France comme dans la zone euro, le rythme de croissance des dépôts à vue a très nettement diminué en octobre. La croissance des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois a enregistré un ralentissement moins marqué.

#### Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



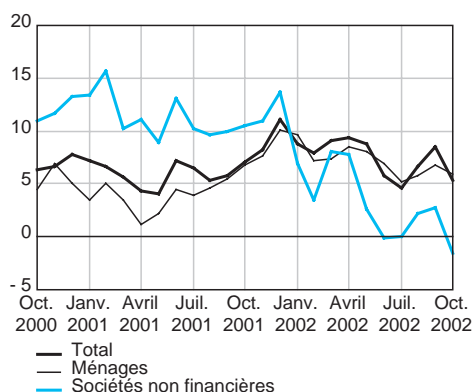
**Dépôts à vue (France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Dépôts à vue	7,1	8,6	5,4
Ménages	6,8	6,8	6,0
Sociétés non financières	10,5	2,8	- 1,5
Autres	- 1,6	25,7	6,0

En France, la variation annuelle des dépôts à vue des sociétés non financières est devenue négative en octobre et la croissance des dépôts à vue des ménages et des autres agents s'est ralentie.

**Dépôts à vue par agents (France)**

(taux de croissance annuel en %)

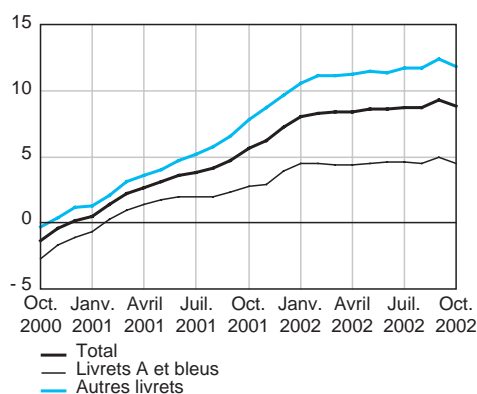
**Comptes sur livrets (France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Comptes sur livret	5,7	9,3	8,8
Livrets A et bleus	2,8	4,9	4,4
Livrets soumis à l'impôt	11,6	23,4	22,4
Livrets d'épargne populaire	5,6	4,9	4,9
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	6,5	9,4	8,6

Appréciée en taux de croissance annuel, la progression des différents types de comptes sur livret a été moins marquée en octobre qu'en septembre, exception faite des livrets d'épargne populaire dont le rythme d'évolution n'a pas varié.

**Comptes sur livrets (France)**

(taux de croissance annuel en %)

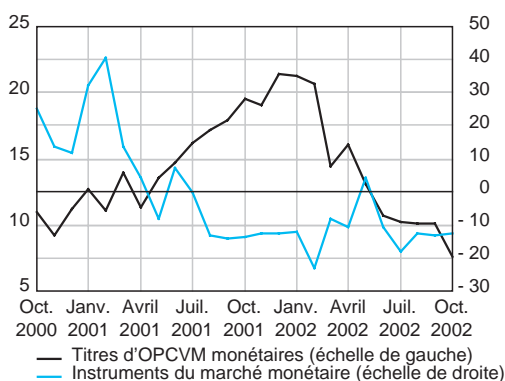
**Placements rémunérés au taux du marché monétaire (France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	15,1	3,0	0,7
- Dépôts à terme ≤ 2 ans	26,8	- 9,3	- 6,8
- Titres d'OPCVM monétaires	19,5	10,1	7,6
- Certificats de dépôt	- 13,7	- 12,9	- 12,4
- Pensions	33,2	11,9	- 4,2
Zone euro (pour mémoire)	11,5	5,9	5,6

La progression des placements rémunérés aux taux du marché monétaire s'est ralentie. La contraction, en rythme annuel, des encours de certificats de dépôts et des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est atténuée. Mais la variation annuelle des pensions est devenue négative et le rythme de croissance des titres d'OPCVM a fléchi.

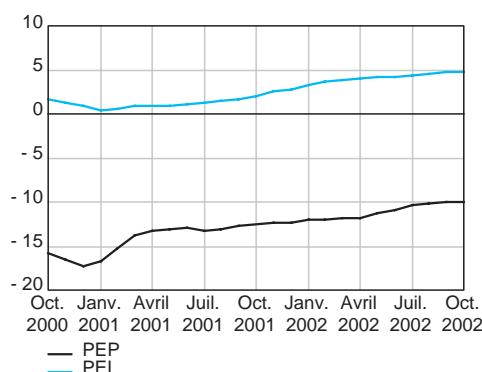
## Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



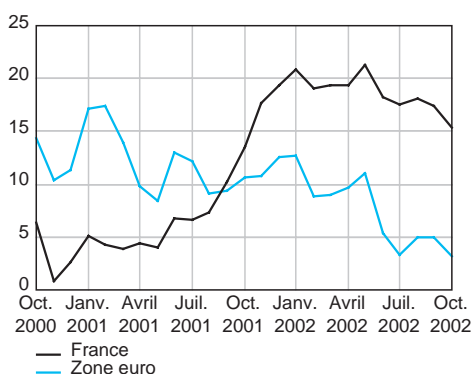
## Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



## Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

## Dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)

	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Dépôts non monétaires	- 1,6	1,1	0,7
PEP bancaires	- 12,5	- 10,1	- 9,9
PEL	2,1	4,6	4,6

Le taux de croissance annuel des dépôts non monétaires a fléchi. Cette évolution reflète, principalement, l'accentuation de la contraction des dépôts à terme supérieur à deux ans, les taux de variation des PEP bancaires et des plans d'épargne-logement ayant, pour leur part, peu varié.

## Les placements en OPCVM non monétaires

### Répartition de l'actif net des OPCVM non monétaires par catégories

	(en %)		
	Déc. 2000	Déc. 2001	Oct. 2002
OPCVM obligations	23,50	25,62	28,93
OPCVM actions	33,63	31,10	25,34
OPCVM diversifiés	36,60	36,15	36,62
OPCVM garantis	6,27	7,13	9,11
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Par rapport à décembre 2001, la part des OPCVM « actions » s'est réduite au profit de celle des OPCVM « diversifiés » et surtout « obligations » et « garantis ».

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	(flux sur 12 mois/encours en %)			
	Déc. 2000	Déc. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
OPCVM obligations	- 3,9	- 3,9	- 8,6	- 8,9
OPCVM actions	23,4	6,4	5,5	4,6
OPCVM diversifiés	43,0	1,2	- 3,3	- 3,7

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » et « diversifiés » ont continué de se développer, alors que les flux de souscriptions de titres d'OPCVM « actions » ont nettement diminué.

**Rendement des titres par catégories d'OPCVM (a)**

	(en %)			
	Dec. 2000	Déc. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
OPCVM obligations	4,3	4,9	5,6	3,3
OPCVM actions	- 4,5	- 19,2	- 25,0	- 23,7
OPCVM diversifiés	- 0,2	- 6,6	- 10,0	- 10,8

(a) Dividendes et plus-values réalisés au cours des douze derniers mois/Actif net du mois correspondant de l'année précédente

Sources : Commission des opérations de bourse, Europerformance – Groupe Fininfo

Le rendement des titres d'OPCVM « obligations » a sensiblement baissé, tandis que les pertes sur titres d'OPCVM « actions » et « diversifiés » sont restées importantes.

**Les taux créditeurs**

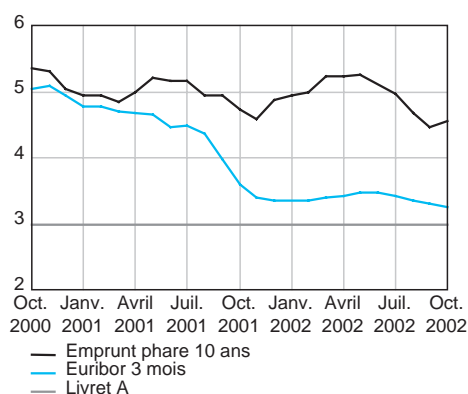
Les taux d'intérêt sur les marchés ont poursuivi leur mouvement de détente en octobre, alors que les taux à long terme ont enregistré un léger redressement.

**Taux de référence**

	(moyennes mensuelles en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
Euribor 3 mois	3,60	3,31	3,26
Emprunt phare 10 ans	4,72	4,46	4,55
Livret A	3,00	3,00	3,00

**Taux de marché et taux réglementés**

(en %)



Sources : BCE, Banque de France

**Taux créditeurs**

	(moyennes mensuelles en %)		
	Oct. 2001	Sept. 2002	Oct. 2002
<b>Dépôts à vue</b>			
Zone euro	0,84	0,73	0,72
<b>Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois</b>			
Zone euro	2,29	2,13	2,11
France	3,08	3,07	3,07
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>			
Zone euro	3,06	2,77	2,74
France	3,60	3,3	3,26
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>			
Zone euro	3,84	3,64	3,57
France	4,36	4,32	4,40

Dans la zone euro, les taux créditeurs ont légèrement fléchi. En France, les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans ont toutefois enregistré une petite hausse de leur rémunération.





### 3. Les marchés de capitaux

#### 3.1. Les marchés financiers internationaux en novembre 2002

Le mois de novembre a été marqué par :

- l'assouplissement monétaire de 50 points de base décidé, le 6 novembre, par le Système fédéral de réserve. La banque centrale américaine a justifié cette première baisse du taux cible des fonds fédéraux depuis le début d'année 2002 en invoquant les risques pesant sur l'activité, l'emploi, la consommation américaine et les incertitudes géopolitiques. Porté désormais à 1,25 %, le taux cible des fonds fédéraux se situe sur les plus bas niveaux observés depuis 1962 ;
- un affaiblissement du dollar contre les principales devises, les opérateurs semblant privilégier sur la période les devises offrant un différentiel de taux d'intérêt positif ;
- une confirmation de la hausse récente des marchés boursiers, principalement soutenus sur la période par l'annonce de résultats encourageants au troisième trimestre 2002. Tant la hausse des marchés boursiers que la réduction significative du différentiel de rendements entre titres d'État et titres privés confirment sur le mois un certain retour de l'appétence des investisseurs pour les produits présentant un profil rendement/risque plus élevé.

#### *Assouplissement monétaire du Système fédéral de réserve, mais retour à un biais neutre de la politique monétaire*

L'assouplissement monétaire consenti par la Réserve fédérale le 6 novembre s'est avéré supérieur aux attentes des investisseurs (une baisse de 25 points de base seulement du taux cible des fonds fédéraux était attendue à cette date), provoquant une détente immédiate des taux monétaires américains de quelque 20 points de base.

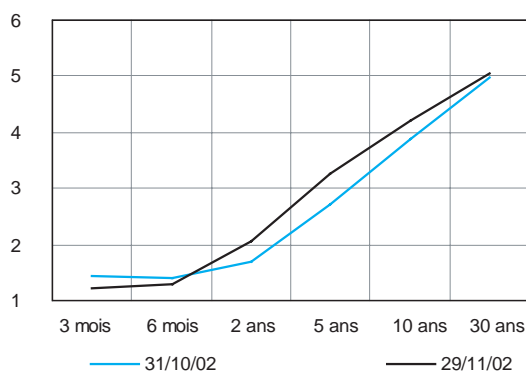
Néanmoins, le communiqué de la Réserve fédérale concluant que « la balance des risques est désormais équilibrée entre la croissance et la stabilité des prix » a laissé augurer que le cycle d'assouplissement monétaire était désormais achevé outre-Atlantique et a suscité de la part des investisseurs des ventes importantes de titres d'État américains à moyen et long termes, provoquant une remontée significative des rendements.

Cette remontée des rendements américains a, par ailleurs, été accentuée en fin de mois par la publication de données économiques encourageantes outre-Atlantique (révision en hausse de la croissance du PIB au troisième trimestre, meilleure orientation de l'indice de confiance des Américains).

Au total, les rendements des titres d'État américains d'échéance 2 et 10 ans se sont respectivement tendus de 38 et 31 points de base, à 2,06 % et 4,21%, tandis que la courbe monétaire américaine s'est désinvertée au fur et à mesure que les anticipations de fin du cycle d'assouplissement monétaire outre-Atlantique se sont imposées.

#### **Courbe des rendements américains au cours du mois de novembre 2002**

(en %)

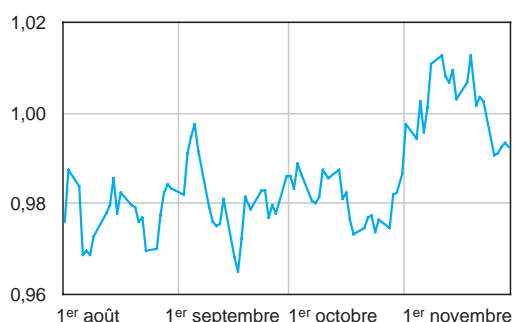


#### **Repli du dollar sur les marchés de change**

Dans le sillage de la baisse des taux directeurs américains, le dollar est sorti de l'intervalle étroit de fluctuation observé depuis 3 mois, notamment face à l'euro.

Sur la première quinzaine du mois, les investisseurs se sont montrés particulièrement sensibles au différentiel de taux, devenu plus défavorable au dollar. Ainsi l'EUR/USD a atteint, le 11 novembre, un plus haut niveau depuis le mois de juillet, à 1,0173. Seule la publication d'indicateurs économiques américains plus favorables sur la dernière quinzaine de novembre et l'éloignement des perspectives de conflit armé immédiat avec l'Irak ont finalement permis au dollar de limiter son recul sur la période.

#### Évolution de l'euro/dollar sur 4 mois



Il convient de remarquer que la relative fébrilité du dollar sur la période ne s'est pas accompagnée d'une hausse des volatilités observées sur les marchés de change. La volatilité implicite à 1 mois sur l'euro/dollar s'est repliée de 9 % à 7 %, à proximité des plus bas niveaux historiques observés en avril 2002.

#### Poursuite de la hausse des marchés d'actions courant novembre

Les marchés boursiers internationaux ont poursuivi l'appréciation entamée au cours du mois d'octobre, mais à un rythme plus modéré (EuroStoxx 50 : + 5,5 %, contre + 14 % en octobre, S&P : + 5,7 %, contre + 9 % en octobre et Nikkei : + 6,67 %, contre - 5,7 % le mois précédent).

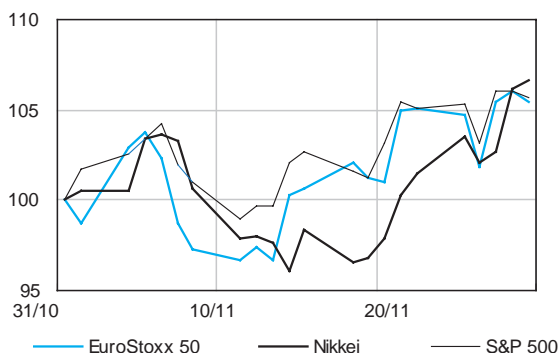
Cette hausse des marchés d'actions s'explique principalement par la publication de résultats d'entreprises supérieurs aux attentes.

Ainsi, selon les dernières statistiques de l'agence Thomson Financial, les profits des entreprises du S&P 500 ont progressé de 6,3 % au troisième trimestre 2002, soit légèrement plus que ce

qui était envisagé, après une progression de seulement 1,4 % au deuxième trimestre. Une hausse des profits est, par ailleurs, anticipée (15 % au titre du quatrième trimestre 2002 et 14 % pour 2003).

#### Évolution sur 1 mois de l'EuroStoxx 50, du Nikkei et du S&P 500

Base 100 le 31 octobre 2002



Il convient de remarquer que le rebond de l'indice Nikkei sur la dernière quinzaine de novembre, après s'être replié jusqu'à un plus bas niveau depuis 19 ans le 18 novembre, s'explique plus spécifiquement par l'annonce d'un nouveau budget supplémentaire de 5 trillions de yens pour le collectif budgétaire 2002. Toutefois, le sous-indice des valeurs bancaires a enregistré une baisse importante (- 9 %).

#### Les indicateurs d'aversion au risque se sont globalement repliés

Signe d'un certain retour de l'appétence des investisseurs pour les produits présentant un profil rendement/risque plus élevé, le différentiel de rendement entre titres d'État et titres privés s'est fortement réduit, baissant de, respectivement, 60 et 30 points de base sur les titres privés « corporate » américains et européens notés BBB (à environ 310 et 215 points de base). De même, les écarts vis-à-vis des titres du secteur des télécommunications notés BBB se sont réduits de 85 points aux États-Unis et 25 points en Europe (revenant de, respectivement, 202 à 177 points de base et de 379 à 294 points de base). Aux États-Unis, le regain de confiance sur le marché du crédit s'est, en outre, accompagné d'une progression significative des émissions : les émissions hebdomadaires sur ce segment se sont ainsi établies à 17 milliards de dollars, contre 5,5 milliards au cours du dernier trimestre.

Les tensions sur les devises des pays émergents se sont également atténuées. Ainsi, le real brésilien s'est stabilisé autour de 3,65 pour 1 dollar, soutenu par la décision du comité de la politique monétaire de relever le taux directeur Selic de 100 points de base (à 22 %).

La livre turque a enregistré une forte progression sur la période, gagnant près de 9 % face au dollar. Les investisseurs se sont montrés rassurés après le résultat des élections législatives. Le rand sud-africain s'est également apprécié de 7,80 % contre dollar sur la période, sous l'effet du rebond du prix des matières premières et d'un regain d'intérêt des investisseurs pour les actifs libellés en devise sud-africaine.

Enfin, les prix du pétrole ont touché, temporairement, un plus bas niveau depuis 5 mois, à 23,35 dollars le baril de *brent*, en liaison avec la réduction des tensions internationales et surtout la baisse du taux de respect des quotas de production par les pays membres de l'OPEP. La baisse des stocks américains de pétrole brut et de distillats a ensuite fourni un facteur de soutien substantiel aux cours pétroliers, qui se traitaient, fin novembre, sur des niveaux proches de ceux observés en début de mois, autour de 25 dollars le baril.

### 3.2. Les marchés de la zone euro

En novembre, les taux du marché monétaire se sont inscrits en nouvelle baisse, alors que les rendements obligataires se sont stabilisés. Les écarts de rendements entre les différents émetteurs souverains de la zone euro se sont réduits.

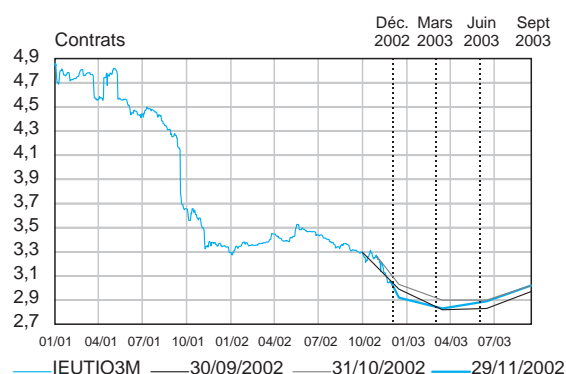
Enfin, la progression des marchés boursiers a été accompagnée d'un resserrement des écarts de taux entre les titres d'État et les obligations privées émises en euros, en particulier dans le secteur des télécommunications.

#### *Poursuite de la détente des taux monétaires*

Les taux monétaires se sont de nouveau repliés au cours du mois de novembre (- 11 points de base pour l'échéance un mois à 3,05 %, et - 17 points à - 7 points de base sur le segment de trois mois à un an, respectivement, 2,92 % et 2,88 %).

Sur le compartiment des prêts interbancaires en blanc au jour le jour, le taux Eonia est resté stable pendant la période autour de 3,29 %-3,30 %. Il est toutefois brièvement monté à 3,49 % le 22 novembre, en fin de période de constitution de réserves, en liaison avec un déficit ponctuel de liquidité lié, principalement, à des facteurs techniques.

#### **Taux implicites des contrats Euribor**

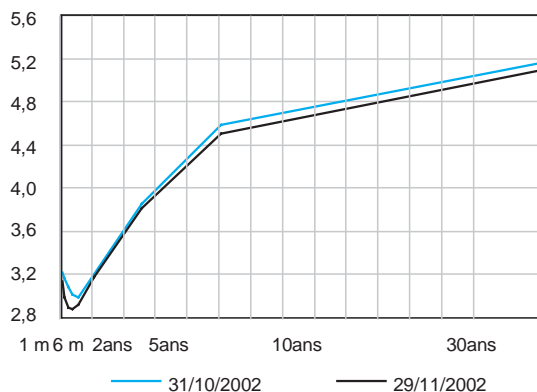


#### *Relative stabilité des marchés obligataires de la zone euro*

Au mois de novembre, les marchés obligataires européens sont restés relativement stables. Les rendements se sont tout d'abord détendus en début de période, avant de rebondir dans le sillage de la progression marquée des bourses européennes pendant la seconde moitié du mois de novembre.

Cette relative stabilité des marchés obligataires européens contraste avec la dépréciation sensible des marchés obligataires américains au cours de la période. Ce découplage s'est mécaniquement traduit par un resserrement sensible des écarts de taux longs entre les titres d'État américains et européens : sur le mois écoulé, le différentiel de taux à 10 ans en faveur des États-Unis est passé de 62 points de base à 28 points de base.

## Courbe des taux en France



## Écarts de taux 10 ans des principaux pays de la zone euro vis-à-vis de la France

	(en points de base)		
	Écart de taux le 29/11/02	Écart de taux le 31/10/02	Évolution
Allemagne	- 7	- 8	- 1
Autriche	1	5	- 4
Belgique	5	8	- 3
Espagne	0	2	- 2
Italie	14	17	- 3
Pays-Bas	0	0	0
Portugal	7	11	- 4
Irlande	8	12	- 4

Source : Bloomberg

## Resserrement des écarts de rendement entre titres d'État des principaux pays européens

La confirmation de l'alourdissement des déficits budgétaires de certains pays de la zone euro a conduit

à une réduction des écarts de taux à dix ans entre pays de la zone euro. Ainsi, les écarts de rendement des titres d'État à dix ans des principaux pays européens se sont significativement resserrés par rapport à l'Allemagne et la France.

## Resserrement des écarts de taux entre les titres d'État et les obligations privées

Sur le segment à long terme du marché du crédit, les écarts de rendement entre les titres d'État et les obligations privées émises en euros se sont sensiblement réduits en novembre, en liaison avec la progression des bourses et un certain regain de confiance des investisseurs. En particulier, les entreprises industrielles les moins bien notées, ainsi que celles du secteur des télécommunications ont vu leurs écarts de taux baisser, revenant à leurs niveaux de juin 2002 (soit 240 points de base). Les taux d'émission demeurent, néanmoins, toujours significativement au-dessus de leurs niveaux du début de l'année.

Parallèlement, la persistance de la faiblesse de l'offre sur le marché primaire a également contribué au resserrement général des écarts de taux.

## Primes de signature dans la zone euro

Émetteur	29/11/02	31/10/02	(en points de base)	
			Variation	Plus haut 2002
Industrielles AAA	12	21	- 9	21
Industrielles AA	50	57	- 7	61
Financières AA	49	54	- 5	60
Industrielles BBB	228	267	- 39	286
Télécommunications	177	202	- 25	255

Sources : Indices Merrill Lynch d'échéances 5 ans

Sur le segment court terme, les primes de signature des billets de trésorerie sont demeurées relativement stables. De nouveaux émetteurs se sont présentés sur le marché en novembre, telle la région Île-de-France, qui a procédé à ses premières émissions.

**Indices boursiers**

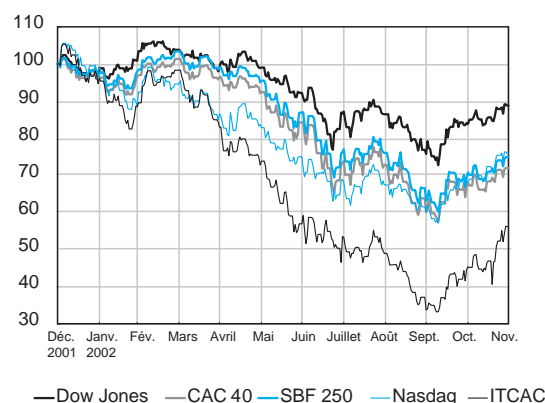
Au 30 novembre 2002

		(en %)	
	Niveau au 30 novembre 2002	Variation / 31 oct. 2002	Variation / 31 décembre 2001
<b>Indices larges</b>			
CAC 40	3 326	5,61	- 28,0
DAX	3 320	5,31	- 35,6
DJ EuroStoxx 50	2 656	5,47	- 30,7
FTSE	4 169	3,21	- 21,7
Dow Jones	8 896	5,94	- 16,3
<b>Indices technologiques</b>			
ITCAC	765	23,74	- 46,7
Nasdaq	1 479	11,21	- 28,2

**Consolidation à la hausse des indices boursiers**

Les indices boursiers européens ont progressé au cours du mois de novembre.

Les secteurs d'activité les plus liés au cycle économique ont, tout particulièrement, bénéficié du rebond. Ainsi, le sous-indice EuroStoxx Sidérurgie, Média et Biens cycliques affichent les plus fortes progressions sur le mois (15,3 %, 14 %, 10,7 %) tandis que les valeurs-refuge liés à l'alimentaire ou à la santé ont connu une certaine désaffection (respectivement, - 6,6 % et - 3,9 %).

**Indices boursiers**(base 100 au 1<sup>er</sup> décembre 2001)

La volatilité implicite des options sur indices boursiers en Europe a nettement décru au cours de la période sous revue. Ainsi, la volatilité implicite relative aux contrats sur le CAC est passée de 44,5 % à 30,2 %. On peut noter que ce mouvement est beaucoup plus marqué que celui constaté sur les options des indices boursiers américains. La volatilité implicite tirée des options sur les contrats S&P 500 n'a diminué que de 3,0 % au cours de la période sous revue à 40,9 %. Dans les deux cas, les niveaux actuels de volatilité implicites de part et d'autre de l'Atlantique restent sur des niveaux supérieurs à leur moyenne historique.

**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 et part en %)*

	Novembre 2002		Moyenne année 2002	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	425,1	65,74	531,02	60,69
Pensions à taux fixe	110,3	17,06	105,30	12,44
Pensions à taux variable	314,8	48,68	425,72	48,25
BTAN	195,6	30,25	263,84	30,74
Pensions à taux fixe	63,0	9,74	51,65	6,20
Pensions à taux variable	132,6	20,51	212,19	24,54
BTF	25,96	4,01	83,74	9,50
Pensions à taux fixe	16,9	2,61	15,00	1,84
Pensions à taux variable	9,06	1,40	68,74	7,66
<b>TOTAL</b>	<b>646,66</b>	<b>100,00</b>	<b>878,61</b>	<b>100,00</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>190,2</b>	<b>29,41</b>	<b>171,96</b>	<b>20,48</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>456,46</b>	<b>70,59</b>	<b>706,65</b>	<b>80,45</b>

**Taux des BTF et des BTAN***(variation en points de base)*

Échéance	31 octobre 2002	29 novembre 2002	Variation
1 mois	3,16	3,05	- 11
3 mois	3,09	2,92	- 17
6 mois	3,01	2,88	- 13
12 mois	2,95	2,88	- 7
2 ans	3,21	3,18	- 3
5 ans	3,85	3,81	- 4

**Émission de titres de créances négociables***(en milliards d'euros)*

	(en milliards d'euros)		
	Émissions		Encours
	en novembre 2002		à fin novembre 2002
	brutes	nettes	
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>417,3</b>	<b>1,7</b>	<b>311,2</b>
Certificats			
de dépôt négociables	336,1	1,7	185,8
BMTN	0,9	- 0,3	53,8
Billets de trésorerie	80,3	0,3	71,6

**Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie***(en %)*

	26 oct. au 1 <sup>er</sup> nov.	2 au 8 nov.	9 au 15 nov.	16 au 22 nov.	23 au 29 nov.
Billets à 1 jour	3,45	3,42	3,40	3,43	3,42
Billets à 10 jours	—	3,40	3,37	3,51	3,44
Billets à 30 jours	3,38	3,36	3,37	3,34	3,25
Billets à 90 jours	3,38	3,33	3,29	3,21	3,14
Billets à 180 jours	3,25	3,28	3,07	—	3,11

**Taux de rendement à l'émission des CDN***(en %)*

	26 oct. au 1 <sup>er</sup> nov.	2 au 8 nov.	9 au 15 nov.	16 au 22 nov.	23 au 29 nov.
Certificats à 1 jour	3,38	3,35	3,37	3,37	3,37
Certificats à 10 jours	3,24	3,22	3,25	3,28	3,30
Certificats à 30 jours	3,29	3,24	3,28	3,17	3,13
Certificats à 90 jours	3,30	3,27	3,25	3,14	3,10
Certificats à 180 jours	3,20	3,16	3,10	2,98	2,99

**Spreads billets de trésorerie — swaps**  
**au cours des trois derniers mois**  
**Moyenne mensuelle**

Sur quatre populations : émetteurs notés

A1/P1/F1, A2/P2/F2, non notés, véhicules (a)

*(en points de base)*

		A1/P1 /F1	A2/P2 /F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	Sept. 2002	2	8	11	5
	Oct. 2002	4	9	15	6
	Nov. 2002	4	11	10	9
3 mois	Sept. 2002	7	11	18	10
	Oct. 2002	10	21	32	16
	Nov. 2002	11	19	31	16

*(a) Conduits chargés du refinancement, par billets de trésorerie, de structures de titrisation*

À l'exception des émissions à 1 mois réalisées par les émetteurs non notés et les véhicules de titrisation pour lesquelles les *spreads* enregistrent respectivement une baisse de 5 points de base et une hausse de 3 points de base, le mois de novembre se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux *swaps* de référence.

# L'architecture financière internationale

*J'ai récemment participé aux réunions monétaires et financières internationales qui se tiennent chaque année à Washington. Je suis persuadé, tout en étant lucide et prudent, que nous allons surmonter les difficultés actuelles. Et, à mon avis, il n'y a de place ni pour un pessimisme excessif, ni pour une confiance exagérée.*

*Que s'est-il passé au cours des derniers mois ?*

*Certains marchés ont subi des corrections sévères et plusieurs grandes entreprises ont déposé leur bilan ou se sont trouvées confrontées à de sérieuses difficultés ; parallèlement, quelques-unes des principales économies émergentes ont connu de graves crises financières. Néanmoins, les systèmes financiers ont, jusqu'à présent, montré une grande capacité de résistance et la reprise économique est en cours, même si son rythme se révèle plus lent que ce qui avait été initialement prévu.*

*Dans ce contexte d'incertitude et de chocs, nous avons encore deux défis majeurs à relever afin de tirer tous les bénéfices du remarquable processus de globalisation économique et financière.*

- Premièrement, nous observons une instabilité financière durable, dont la bulle des marchés d'actions et des technologies de l'information et des communications constitue un exemple frappant. Quels sont les facteurs à l'origine de ces évolutions et quelles voies devons-nous explorer afin de réduire l'instabilité financière ?*
- Deuxièmement, depuis le début des années quatre-vingt, nous avons dû faire face à des crises financières répétées dans les économies émergentes. Il s'agit pour nous d'être en mesure de prévenir de telles crises et, si elles surviennent, de veiller à l'existence et à la mise en œuvre de méthodes efficaces et prévisibles de résolution des crises.*

*Selon moi, la nouvelle architecture financière internationale (au sens large) doit apporter des réponses appropriées à ces deux types de défis qui, bien entendu, sont interdépendants.*

*Par souci de clarté, je traiterai ces deux questions séparément.*

- En premier lieu, je souhaiterais montrer que certaines conséquences indirectes de l'intégration financière ont pu avoir des effets négatifs sur la stabilité et l'efficacité des systèmes financiers.*
- J'essaierai ensuite de mettre en perspective les crises récentes survenues dans les pays émergents.*

---

NB : Discours prononcé par Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, devant la *Foreign Policy Association*, le 1<sup>er</sup> octobre 2002 à New York



## 1. Certains aspects de l'intégration financière ont pu avoir des effets négatifs sur la stabilité des systèmes financiers avancés

### 1.1. Les caractéristiques principales de l'instabilité financière

Premièrement, si la mondialisation et l'intégration financière ont contribué de manière décisive à améliorer l'efficacité économique, l'expérience montre également que les prix des actifs financiers ont enregistré, à maintes reprises, des variations quelque peu erratiques, entraînant des surréactions et des mésalignements.

Ce scénario s'applique à un large éventail de marchés : les marchés de change aussi bien que les marchés obligataires et les marchés d'actions, tant dans les pays émergents que dans les économies avancées. La formation très rapide de la bulle de la « nouvelle économie » en 1999 et au début 2000, suivie par une série de corrections sévères, illustre la capacité du marché à apporter des financements à la sphère réelle, notamment dans les secteurs les plus innovants ; mais elle met également en évidence une certaine tendance des marchés à surréagir, passant d'un optimisme excessif à un pessimisme exagéré.

Les autorités financières ont, par conséquent, été confrontées à des enchaînements boom-crise, qu'il convient de suivre et d'analyser attentivement, car ils sont susceptibles d'affecter la stabilité monétaire et financière mondiale.

La seconde caractéristique est une tendance croissante à la volatilité des marchés financiers, dans les économies les plus développées comme dans les pays émergents.

Depuis le début du milieu des années quatre-vingt-dix, la volatilité s'est accentuée, tant sur les marchés boursiers internationaux que sur les marchés de change. Du point de vue de la stabilité financière, la volatilité en soi n'est pas un problème. Non seulement elle est consubstantielle aux marchés financiers, mais elle est intégrée dans de nombreux domaines opérationnels des marchés financiers.

Cependant, les micro-effets de la volatilité, notamment de la volatilité injustifiée ou inattendue, peuvent compromettre le bon fonctionnement des marchés financiers par le biais de différents canaux. Ainsi, le processus de valorisation des actifs et la détermination des prix d'équilibre s'en trouvent compliqués ; les coûts de transaction et des mises en garantie augmentent ; la fragilité des bilans des intermédiaires financiers s'en trouve accrue ; l'aptitude plus ou moins grande des opérateurs de marché à faire face aux variations de la volatilité peut accentuer la polarisation des investisseurs et augmenter les risques d'un environnement concurrentiel inégal. Enfin, ces effets peuvent augmenter les coûts de manière excessive et fausser l'allocation des capitaux, ce qui constitue une source de préoccupation du point de vue de la stabilité financière.

Une telle augmentation de la volatilité peut avoir une incidence globalement négative sur l'efficacité des marchés. En effet, un accroissement de la volatilité peut conduire à une aversion excessive au risque parmi les investisseurs et, au



bout du compte, à une mauvaise allocation des capitaux, tant au niveau global qu'au niveau sectoriel. Cela peut également aboutir à un certain manque de différenciation entre les différents débiteurs, pouvant être particulièrement néfaste à la croissance des pays ayant le plus besoin de capitaux.

## 1.2. Plusieurs facteurs entrent en jeu lorsque les prix des actifs financiers enregistrent des variations de forte ampleur et une recrudescence de la volatilité

La première série de facteurs est liée au comportement des opérateurs de marché.

Certains opérateurs sont devenus plus enclins à adopter des stratégies à très court terme (« court-termisme ») ; ils peuvent donc être excessivement préoccupés par leurs résultats à court terme et faire preuve de myopie. Cette tendance peut résulter, en particulier, de pressions croissantes des investisseurs souhaitant dégager des résultats financiers immédiats qui ne sont pas nécessairement soutenables, en vertu de la « tyrannie du ratio de rentabilité des capitaux propres ». En outre, la valorisation en valeur de marché complétée par la valorisation en fonction d'un modèle d'une large gamme d'actifs et de passifs a aussi contribué à une focalisation généralisée sur les performances financières immédiates. Cette importance accordée aux performances à court terme est susceptible d'entraîner une volatilité accrue du processus de formation des prix. En effet, plus l'horizon de placement des opérateurs de marché est court, plus l'incidence des nouvelles informations sur les prix est grande.

Le comportement mimétique n'est en aucun cas un phénomène nouveau sur les marchés financiers. Toutefois, les évolutions technologiques ont sans doute renforcé progressivement ce type de comportement. Le développement de la technique de *benchmarking* qui permet aux gestionnaires de fonds et aux clients de mesurer les performances par rapport à celles d'autres fonds, ainsi que la concurrence croissante au sein du secteur, semble avoir favorisé ce type de « comportement moutonnier ». Certains opérateurs sont parvenus à la conclusion qu'il était préférable d'avoir tort avec les autres que de prendre le risque d'avoir raison contre tous. L'influence dont les *hedge funds* jouissaient il y a quelques années auprès des opérateurs lorsqu'ils jouaient le rôle de *leaders* d'opinion et de créateurs de tendance constitue un témoignage frappant de ce comportement grégaire et rationnel au sens du marché.

La deuxième série de facteurs est liée aux nouvelles techniques de marché ou aux outils d'ingénierie financière. Voici quelques exemples de certains de ces mécanismes.

- L'introduction de clauses contingentes dans les contrats d'émissions obligataires et de prêts. Ces clauses fournissent aux créanciers une sorte d'assurance, le niveau des taux d'intérêt versé par les débiteurs étant révisé à la hausse lorsque des facteurs spécifiques surviennent (généralement la dégradation de la notation du débiteur par des agences de notation). Ces clauses visent à faciliter l'obtention par les emprunteurs de financements à des taux plus faibles. Elles créent toutefois une sorte de cercle vicieux. En effet, les agences de notation devraient aider les emprunteurs à prendre des décisions pertinentes en matière de financement ;

or, par le biais de ces clauses contingentes, les notations ont une incidence sur l'encours de dette des emprunteurs, aggravant par conséquent leur situation.

- La généralisation des instruments de couverture par le biais de la vente à découvert d'actions. Les opérations de couverture constituent une technique essentielle permettant le bon fonctionnement des marchés financiers. Toutefois, l'utilisation de nouvelles techniques financières de couverture a eu des conséquences inattendues. En effet, les institutions financières ont eu tendance à couvrir une partie de leurs engagements en vendant à découvert des actions émises par leurs débiteurs. En agissant de la sorte, ils ont couvert leurs risques, mais au prix d'une nouvelle détérioration de la situation de leur débiteur et d'une baisse du cours de bourse résultant de ces ventes.
- La commercialisation d'instruments d'épargne avec protection du capital. Ces instruments sont fondés sur une asymétrie inhérente au produit : ils permettent de tirer pleinement parti des plus-values du marché boursier et de se protéger contre des moins-values : soit les émetteurs de tels instruments ne sont pas couverts et concentrent donc des risques énormes, soit, plus vraisemblablement, ils couvrent leurs risques et, par conséquent, contribuent à amplifier les tendances du moment, qu'elles soient baissières ou haussières.

Je tiens à le dire clairement : ces techniques et ces instruments contribuent à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Ils facilitent la gestion des risques de crédit et de marché pour tous les intervenants. En tant que tels, il faut les considérer positivement. Toutefois, s'ils ne sont pas pleinement compris au niveau microéconomique et totalement pris en considération au niveau macroéconomique, ils peuvent entraîner des conséquences inattendues et néfastes en termes de dynamique de marché.

### 1.3. Plusieurs voies sont explorées pour atténuer l'instabilité financière

Renforcer les efforts entrepris pour améliorer la transparence du marché constitue l'une des principales orientations des actions futures. L'expérience montre que l'incertitude et l'existence d'informations incomplètes sont des facteurs déterminants du comportement mimétique. L'un des objectifs de la transparence est de mieux apprécier la solvabilité de l'emprunteur. L'une des caractéristiques essentielles du comportement mimétique est de traiter tous les emprunteurs de la même manière. Ainsi, lorsqu'une société ou un secteur d'activité fait face à des difficultés, les entreprises ou secteurs voisins sont traités de la même façon, indépendamment de leur véritable situation économique ou financière. Comme nous le verrons par la suite, cela peut s'appliquer également aux économies émergentes.

Un examen attentif des règles et réglementations relatives à la surveillance financière, aux normes comptables, aux codes de bonne conduite, aux pratiques de marché et à l'ingénierie financière semblent également nécessaires pour mieux appréhender leur incidence potentielle sur la dynamique de marché. Il est d'un intérêt public majeur que de tenter de recenser les éléments procycliques et les éléments contracycliques. Les autorités financières et les intervenants sur les

marchés doivent s'engager à atténuer progressivement ou éventuellement à supprimer, les éléments des normes, réglementations ou techniques financières ayant un caractère fortement procyclique et, parallèlement, à renforcer ceux qui sont susceptibles de contrecarrer les tendances au cycle boom-crise.

Permettez-moi de vous citer deux exemples des travaux en cours.

- S'agissant du contrôle prudentiel, je mentionnerai seulement le travail exceptionnel qui a été réalisé par le Comité de Bâle sous la présidence de Bill Mc Donough, président de la Banque fédérale de Réserve de New York, dans le domaine de la surveillance bancaire. Je suis convaincu que le nouvel accord permettra de mieux appréhender ce domaine extrêmement important pour la stabilité financière. Je me réjouis également que le concept de « provisionnement dynamique », par nature contra-cyclique, ait été reconnu par le Comité de Bâle comme un concept utile.
- S'agissant des normes comptables, il me semble que nous devrions aussi intégrer notre préoccupation concernant la stabilité financière aux réflexions menées actuellement aux États-Unis, en Europe et au niveau mondial. Prenons garde aux changements susceptibles d'accroître le caractère procyclique des règles comptables. Il convient, au contraire, de promouvoir les changements contribuant simultanément à la sincérité de l'information comptable et à la diminution de son caractère procyclique. À cet égard, il me semble important d'élaborer des pratiques comptables susceptibles de prendre en compte l'horizon temporel des institutions financières et des intervenants sur les marchés. Dans le cas contraire, nous prendrions le risque de les conduire à réduire leur horizon temporel au jour le jour. Cette situation serait le meilleur moyen de favoriser un fonctionnement inadéquat du marché et d'encourager le comportement moutonnier en période de volatilité excessive.

## 2. La nécessité d'une réforme du cadre de prévention et de gestion des crises

Il n'est pas nécessaire de vous rappeler la longue liste des crises financières que les économies émergentes ont traversées au cours des deux dernières décennies. Elles servent d'arrière-plan à la réflexion que la communauté internationale doit mener, d'une part, pour renforcer la prévention des crises et, d'autre part, pour concevoir puis mettre en œuvre de meilleures procédures de résolution des crises.

### 2.1. Les autorités doivent réfléchir, conjointement avec le secteur financier, à la mise en place d'un système approprié de surveillance et de prévention des crises

Compte tenu de l'ampleur des pertes potentielles, l'objectif d'un renforcement de la prévention des crises est partagé par le secteur privé et par les autorités ; de fait, les coûts de restructuration liés aux crises bancaires ont, dans certains cas, représenté plus de 40 % du PIB.

Les normes et codes internationaux constituent l'instrument privilégié pour mettre en place un cadre institutionnel, prudentiel et réglementaire dans les secteurs financiers de toutes les économies de marché.

L'apport des normes internationales est maintenant largement reconnu, dans la mesure où elles contribuent à la diffusion des meilleures pratiques et des codes de bonne conduite internationaux, qui sont très étroitement liés au processus de globalisation et à l'expansion des flux de capitaux internationaux. En effet, la conduite, par chaque pays, de politiques économiques et financières saines constitue une protection fondamentale contre le risque de contagion financière.

Des avancées importantes ont déjà été réalisées en la matière avec la conception de plus de soixante-dix normes approuvées au niveau international. Toutefois, j'observe que, jusqu'ici, le FMI et la Banque mondiale n'ont établi qu'un nombre restreint de rapports sur le respect des normes et codes (ROSC) dans des domaines tels que le gouvernement d'entreprise, les systèmes comptables et l'audit, qui sont essentiels pour évaluer les vulnérabilités du secteur privé sur le plan financier. Les récentes défaillances d'entreprises donnent à penser qu'il conviendrait de mettre davantage l'accent sur ces domaines.

Les initiatives privées visant à la diffusion d'information relatives aux normes et aux codes sont également particulièrement souhaitables. Le secteur privé pourrait développer de nouvelles initiatives pour contrôler le respect des normes et codes internationaux par les pays. Il conviendrait que ces actions interviennent parallèlement aux efforts déployés par le secteur officiel.

Comment pouvons-nous améliorer la sensibilisation des autorités des économies émergentes aux principales normes ? Favoriser une plus grande participation de ces pays à l'élaboration des normes internationales est essentiel. Faute d'une véritable « appropriation » par les pays émergents et en développement, ces normes, qui risquent d'être considérées comme un nouveau système « colonial », ne seront pas mises en application. Le concept d'appropriation ne doit pas être limité aux politiques et aux mesures correctrices recommandées par le FMI et la Banque mondiale dans le cadre des programmes, mais impliquer également que tous les pays participent au processus de prise de décision au sein des groupes internationaux.

L'évaluation de la robustesse des secteurs financiers est également une haute priorité pour le FMI et la Banque mondiale.

Les crises financières survenues dans les pays émergents, qui habituellement, sont principalement imputables à des politiques nationales inappropriées, montrent qu'il faudrait améliorer la détection précoce et la correction des vulnérabilités par les institutions financières internationales. En particulier, il est essentiel d'améliorer l'analyse de la soutenabilité de la dette et de disposer d'une vision plus prospective des risques d'insolvabilité. Nous ne pouvons que faire l'éloge des travaux en cours du FMI sur cette question. Malheureusement, le renforcement des signaux d'alerte ne suffira probablement pas à nous protéger contre les crises financières.

## 2.2. Concevoir des procédures efficaces pour gérer les crises financières internationales représente un autre défi

Premièrement, il est nécessaire de clarifier la politique de prêt du FMI, comme cela a été reconnu par le G7 et le récent communiqué du FMI.

Il est essentiel d'appliquer une discipline plus stricte en matière d'octroi de financements officiels, afin que le secteur privé soit impliqué plus rapidement dans la résolution des crises et que débiteurs et créanciers soient fortement incités à entamer, promptement et de façon appropriée, les renégociations de dette.

Ainsi, la communauté internationale tirera profit de l'approche dite « catalytique » qui était au cœur de la gestion de crise dans les années quatre-vingt et qui s'est révélée efficace, comme la communauté internationale l'a récemment rappelé.

Une gestion ordonnée de la crise nécessiterait, au préalable, que le processus de décision relatif à l'utilisation des ressources du Fonds soit rendu plus prévisible. À cet égard, il faut réaffirmer la présomption d'application de limites d'accès claires aux prêts du Fonds. Par conséquent, nous devrions définir *ex ante* les circonstances exceptionnelles au vu desquelles la communauté internationale serait prête à aller au-delà des limites normales de prêt. Ces cas devraient être conditionnés par une dette extérieure soutenable, des mesures appropriées d'ajustement de la politique économique et la perspective d'un retour rapide aux financements de marché. Je crois aussi que des procédures exceptionnelles devraient être mises en œuvre pour les cas où les limites d'accès aux financements du FMI viendraient à être dépassées.

Deuxièmement, il faudrait mettre en place des procédures visant à limiter les coûts liés à des suspensions de paiement inéluctables. En effet, ces procédures devraient favoriser l'émergence nécessaire d'un dialogue informel entre les débiteurs et les créanciers avant la suspension de paiements et éviter les conséquences néfastes d'un gel des processus de marché.

Certains instruments pourraient contribuer à la réalisation rapide d'un processus ordonné. Un mécanisme de suspension concertée des paiements contribuerait à la réalisation rapide d'un rééchelonnement et d'une restructuration de la dette ordonnés. Par exemple, des orientations ou des bonnes pratiques acceptées conjointement par les débiteurs et les créanciers sous l'égide du FMI pourraient permettre la mise en œuvre d'une telle suspension des paiements. S'appuyant sur un ajustement intérieur adéquat, de telles orientations devraient régir, entre autres, la transparence vis-à-vis des créanciers, les offres faites aux créanciers, assurer un traitement comparable à tous les créanciers, un privilège accordé aux créances de type *new money* et la limitation de la durée de la suspension des paiements.

De toute évidence, un recours plus intensif aux clauses d'action collective (CAC) dans les contrats de dette peut grandement faciliter la négociation de la restructuration de la dette en favorisant un accord entre créanciers. Les pays industrialisés pourraient contribuer à cette stratégie en faisant figurer ces clauses dans leurs émissions de dette extérieure, pas déjà franchi par les pays de l'Union européenne. Les travaux entrepris par le G10, qui bénéficient de l'expertise du secteur privé, sont particulièrement opportuns et importants à cet égard.

Enfin, la proposition du FMI d'un mécanisme statutaire de restructuration de la dette (*Statutory debt restructuring mechanism* — SDMR) apporte une autre contribution au débat, dans une perspective à moyen terme, compte tenu de ses implications juridiques et techniques.

Pour conclure, je mettrai l'accent sur trois points : coopération, impulsion et stabilité.

Une coopération étroite entre la communauté financière privée et le secteur officiel en vue de maîtriser la mondialisation financière est essentielle. Pour consolider ce partenariat, les investisseurs privés doivent supporter une partie du fardeau financier, mais doivent également pouvoir escompter un traitement équitable par le secteur officiel en période de crise. À cet égard, il est essentiel que les informations fournies par les gouvernements et par les entreprises soient fiables et que les résultats de l'exercice de surveillance conduit par les institutions internationales, le FMI en particulier, soient publiés.

Le rôle d'impulsion : l'idéal de Bretton Woods résidait dans la promotion de la prospérité au travers d'une action mondiale. Nous pouvons le préserver dans un monde en mutation, pourvu que certaines règles soient respectées par tous. Pour ma part, je crois qu'il est important que les institutions internationales assument un rôle de chef de file afin d'effectuer en douceur la transition vers cette nouvelle architecture financière. L'action déterminée de la communauté financière internationale en vue d'atteindre cet objectif est, en particulier, plus importante que jamais pour éviter une réaction menaçant les échanges commerciaux et l'intégration financière dans les pays émergents et en développement.

Enfin, la stabilité. En période de volatilité excessive et d'amples épisodes boom-crise, la stabilité des sphères financière et réelle apparaît comme un bien extrêmement précieux. Au cours des vingt dernières années, nous avons construit un nouveau monde : la technologie a permis une communication instantanée et une transmission de l'information en temps réel d'une puissance extraordinaire. La mondialisation a créé de nouveaux liens culturels, conceptuels, commerciaux et financiers entre toutes les économies y compris celles qui étaient auparavant à planification centralisée ; conjointement, la technologie et la globalisation nous mènent progressivement vers une planète unifiée où les règles et réglementations, les codes de bonne conduites et pratiques, les procédures et les instruments de marché, les normes comptables, etc., seront universels. Dans ce monde nouveau, des phénomènes qui n'exerçaient autrefois qu'une incidence locale, ou même nationale, peuvent être amplifiés et devenir dangereux au niveau mondial : il en est ainsi de l'amplification des cycles financiers, des comportements moutonniers, de la contagion globale.

Analyser les opportunités et les risques, comprendre le fonctionnement de notre système en vue de le rendre aussi stable que possible, constitue une mission à la fois passionnante, ambitieuse et urgente.



# Le statut juridique de la monnaie unique

*La création de l'euro, sur un plan juridique, a remis à l'honneur et renouvelé le concept de loi monétaire. Précédemment, la loi monétaire ou *lex monetae* relevait essentiellement de la souveraineté monétaire des États, considérés individuellement comme des sujets du droit international. L'adoption d'une loi monétaire dans le cadre d'une union économique et monétaire est une première à l'époque moderne. La loi monétaire européenne a ainsi « dépoussiéré » le droit monétaire, qui, depuis les avatars des monnaies dus à la Grande Guerre, puis, à partir des années 1970, au démantèlement du système de Bretton Woods mis en place après la seconde guerre mondiale, semblait appartenir au passé.*

*C'est d'un succès dont le droit monétaire peut se prévaloir avec le passage à l'euro. Il a inscrit l'irréversibilité du remplacement des anciennes monnaies et de l'écu par l'euro dans la contrainte du droit. Mais il a fait montre également de toute la souplesse nécessaire à la mise en œuvre de la période transitoire, qui a duré trois ans entre le remplacement des monnaies nationales par l'euro et la disparition des unités monétaires nationales.*

*Le cadre juridique défini pour l'introduction de l'euro, au plan communautaire et subsidiairement au plan national, a joué un rôle déterminant pour permettre un passage ordonné et sécurisé à la nouvelle monnaie. Le droit est venu soutenir le projet politique et la convergence économique. Il a rendu visibles et lisibles la nouvelle monnaie et son statut aux acteurs économiques, en particulier aux citoyens de la zone euro comme à ses entreprises. Ainsi, le remplacement de l'écu et des anciennes monnaies par l'euro n'a-t-il pas posé de difficultés de nature juridique et la continuité des affaires, à l'intérieur de la zone euro et vis-à-vis des pays tiers, a-t-elle été assurée.*

Jean-Christophe CABOTTE  
Anne-Marie MOULIN  
*Direction des Services juridiques*  
*Service des Études juridiques*

## 1. La loi monétaire communautaire

### 1.1. Le souverain monétaire communautaire

Les États membres participants ont transféré leur compétence monétaire à la Communauté. Pour la France, ce transfert a nécessité une modification de la Constitution, avant la ratification du traité de Maastricht (articles 88.1 et 88.2) <sup>1</sup>. L'exercice du pouvoir souverain quant à la définition de la monnaie appartient désormais aux institutions compétentes de la Communauté européenne.

#### 1.1.1. Les États membres participants

Le Traité crée, pour l'application des dispositions relatives à l'Union économique et monétaire (UEM), deux sortes d'États membres : les États membres participants, qui ont adopté l'euro comme monnaie unique, et les autres États membres, qui conservent leur monnaie nationale.

L'article 123-4 du traité instituant la Communauté Européenne (TCE) prévoit que des mesures nécessaires à l'introduction de la monnaie unique peuvent être prises par le « *Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation* », c'est-à-dire les seuls États membres ayant adopté l'euro. La formulation curieusement négative du Traité n'a pas été retenue par le législateur communautaire qui lui a substitué, dans les règlements monétaires concernant l'introduction de l'euro, la formule « États membres participants ».

Alors que le traité de Maastricht avait prévu la règle de l'unanimité pour l'adoption de telles mesures, le traité de Nice <sup>2</sup> lui substitue la *majorité qualifiée*. L'abandon de la règle de l'unanimité supprime ainsi le lien direct qui demeurerait entre chaque État et l'adoption des mesures concernant la monnaie unique. Elle constitue une étape supplémentaire dans l'intégration communautaire des affaires monétaires.

<sup>1</sup> Article 88.1 : La République participe aux Communautés européennes et à l'Union européenne, constituées d'États qui ont choisi librement, en vertu des traités qui les ont instituées, d'exercer en commun certaines de leurs compétences.

Article 88.2 : sous réserve de réciprocité et selon les modalités prévues par le traité sur l'Union européenne signé le 7 février 1992, la France consent les transferts de compétences nécessaires à l'établissement de l'Union économique et monétaire européenne.

<sup>2</sup> À la suite du référendum du 9 novembre dernier en Irlande, la dernière ratification du traité de Nice devrait être achevée à la fin de l'année-début de l'année prochaine, permettant l'entrée en vigueur du traité de Nice, avant la fin du premier trimestre 2003.



Deux autres articles régissent le processus de désignation des pays qui adoptent la monnaie unique. L'article 121 a reçu application lors de la désignation, le 2 mai 1998, des onze pays <sup>3</sup> qui ont adopté la monnaie unique le 1<sup>er</sup> janvier 1999, dans le contexte du passage historique à la troisième et dernière phase de l'UEM. Les autres pays de l'Union, qui ne respectent pas les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique (les critères de convergence en particulier), disposent d'une dérogation au titre de l'article 122, qui prévoit le dispositif d'abrogation de ladite dérogation lorsque le Conseil constate que les conditions nécessaires sont respectées. Deux pays ont ainsi fait l'objet d'une dérogation à l'origine, la Suède et la Grèce. La dérogation de la Grèce a été abrogée par le Conseil le 19 juin 2000 (décision 2000/427/CE) et ce pays a adopté l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 2001. L'élargissement de la Communauté, qui devrait voir adhérer jusqu'à dix nouveaux pays le 1<sup>er</sup> mai 2004 <sup>4</sup>, verra *ipso facto* augmenter le nombre de pays bénéficiant d'une dérogation, à concurrence du nombre de ces nouveaux membres.

Le Royaume-Uni et le Danemark, au titre des protocoles particuliers qui les concernent et qui sont annexés au Traité, ne sont pas tenus de passer à la phase trois de l'UEM. Ils notifient au Conseil (dans des termes légèrement différents dans chaque protocole) leur intention de passer à la phase trois, et donc d'adopter l'euro, avant que le Conseil procède à l'examen de leur respect des conditions nécessaires. Dans l'attente de cette notification et de la décision du Conseil, ces États ne participent donc pas à l'adoption des mesures qui ne concernent que les États membres participants ; le Danemark fait l'objet, en outre, d'une dérogation au sens de l'article 122.

### 1.1.2. Les relations entre la Communauté et les États membres participants

L'Union monétaire s'inscrit dans la Communauté, au sein de l'Union européenne qui comprend aussi deux autres « piliers », le pilier de la politique étrangère et de sécurité commune (PESC, titre V du traité sur l'Union européenne – TUE) et le pilier de la coopération policière et judiciaire en matière pénale (titre VI TUE). La vocation de plus en plus large de l'Union européenne, les travaux de la Convention sur un avant-projet de traité constitutionnel, sont là pour rappeler que cette construction politique et institutionnelle dépasse largement le champ d'une simple union monétaire.

<sup>3</sup> Belgique, Allemagne, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Finlande

<sup>4</sup> Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovaquie

En outre, il convient de souligner le caractère intégré de son dispositif institutionnel et juridique. Le dispositif s'appuie, dans le domaine monétaire, sur un organe de type quasiment fédéral, le *Système européen de banques centrales (SEBC)*, composé de la *Banque centrale européenne (BCE)* et des *banques centrales nationales (BCN)* qui en font partie intégrante (article 107 CE et 14.3 des statuts du SEBC) et dont les organes de décision de la BCE assurent la direction. Les dispositions sur le fonctionnement de la BCE distinguent clairement en son sein les organes de direction qui sont chargés des missions concernant la monnaie unique : le Conseil des gouverneurs, auquel ne participent que les gouverneurs des banques centrales des États membres participants et le Directoire. Le Conseil général est le troisième organe qui, pour les missions du Système européen de banques centrales qui ne concernent pas la monnaie unique et tant que subsistent des États membres non participants, rassemble l'ensemble des gouverneurs des banques centrales de la Communauté.

En ce qui concerne le Conseil de l'Union européenne, l'organisation institutionnelle est différente. Le Traité ne qualifie pas formellement cette communauté d'États qui, à l'intérieur de la Communauté, est unie par la même monnaie, et par un système unique de banques centrales. Il privilégie, en effet, l'intégration communautaire indifférenciée au sein des institutions telles qu'elles existent. Cependant, le Traité, loin d'ignorer la communauté spécifique des États membres participants, lui fournit bien un cadre institutionnel en réservant à ces derniers le vote sur les mesures qui les concernent <sup>5</sup>.

Une mention spéciale mérite d'être réservée à l'article 111 du Traité qui, outre les questions relatives au régime de change de l'euro et aux accords monétaires, organise la manière dont est déterminée la position qu'occupe la Communauté au niveau international en ce qui concerne des questions qui revêtent un intérêt particulier pour l'UEM, ainsi que sa représentation, dans le respect de la répartition des compétences (article 105 sur les missions du SEBC, en particulier). Seuls les États membres participants votent, le traité de Nice étendant le vote à la majorité qualifiée, déjà prévu pour la définition de la position de la Communauté, à sa représentation.

Parallèlement, toute la Communauté est concernée par l'entrée en phase trois de l'UEM le 1<sup>er</sup> janvier 1999, date de l'introduction de l'euro. Il y a donc bien dans la Communauté, comme dans l'UEM, un « avant » et un « après » l'introduction de l'euro. D'ailleurs, l'euro a succédé à l'écu comme monnaie de compte de la Communauté <sup>6</sup>.

<sup>5</sup> L'article 122.5, qui renvoie à l'article 122.3, liste les articles du Traité pour lesquels le droit de vote des États disposant d'une dérogation est suspendu. Par ailleurs, les articles 123-1 (nomination du président, du vice-président et des autres membres du Directoire de la BCE), 123-4 (fixation irrévocable des taux et mesures concernant l'euro) et 123-5 (adoption des mesures consécutives à l'abrogation d'une dérogation), prévoient expressément que seuls les États membres participants votent. Dans le cadre de l'article 123.5, l'État membre dont la dérogation est abrogée vote aussi.

<sup>6</sup> Le règlement (CE) 974/98 prévoit que l'euro est l'unité de compte de la BCE et des BCN.

### 1.1.3. La reconnaissance internationale de la monnaie unique

Le droit international, public et privé, reconnaît parfaitement la souveraineté monétaire des États et leur compétence exclusive pour définir leur monnaie, définition qui s'impose à toute personne qui choisit d'utiliser ladite monnaie, en vertu du principe dit de la « *lex monetae* » ou loi monétaire <sup>7</sup>. La jurisprudence des tribunaux français et étrangers, comme des juridictions internationales (en particulier, la Cour permanente de justice de La Haye, dans un arrêt du 12 juillet 1929), permet de conclure à un principe universel d'exécution des contrats, quelle que soit la loi régissant le contrat, selon les termes de la loi monétaire régissant la monnaie choisie par les contractants pour l'exécution de leurs obligations. C'est aussi ce que reflète le considérant n° 8 du règlement (CE) n°1103/97 du 17 juin 1997 <sup>8</sup> : « considérant que l'introduction de l'euro constitue une modification de la loi monétaire de chacun des États membres participants ; que la reconnaissance de la loi monétaire d'un État est un principe universellement reconnu ; que la confirmation explicite du principe de continuité doit entraîner la reconnaissance de la continuité des contrats et autres instruments juridiques dans l'ordre juridique des pays tiers ».

La reconnaissance de la monnaie unique au sein des États étrangers, outre le rôle joué par le FMI <sup>9</sup>, découle de l'ensemble du droit international et des principes des relations internationales. Aux États-Unis, l'*Uniform Commercial Code* (UCC) établit clairement le principe de la *lex monetae*. Il définit la monnaie, à la fois comme moyen de paiement (« moyen d'échange autorisé ou adopté par un gouvernement national ou étranger »), mais aussi comme unité de compte. Il précise que le terme monnaie inclut l'unité de compte établie par une organisation intergouvernementale ou par une convention entre deux ou plusieurs nations. Une telle définition de la « monnaie » paraît devoir s'appliquer aussi bien aux monnaies nationales qu'à l'écu panier de monnaies ou encore à l'euro, monnaie unique. D'ailleurs, aucune disposition n'avait été adoptée précédemment aux États-Unis, dans le cas de changements de monnaies étrangères (exemple de la substitution du peso cubain au dollar américain par Cuba en 1963).

<sup>7</sup> Ex. de lois monétaires nationales : France (ordonnance n° 58-1341 du 27 décembre 1958 instituant une nouvelle unité monétaire), Allemagne (loi du 20 juin 1948), Belgique (loi du 23 décembre 1988 portant des dispositions relatives au Statut monétaire), Luxembourg (loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg), Suisse (loi fédérale du 22 décembre 1999 sur l'unité monétaire et les moyens de paiement)

<sup>8</sup> JOCE L 162 du 19 juin 1997

<sup>9</sup> Les statuts du Fonds monétaire international (FMI) n'imposent aucune règle à ses membres quant à la désignation et à la définition de leur monnaie.

Cependant, dans les États où les marchés financiers jouent un rôle important sur un plan mondial (New York, Illinois, Californie), sous la pression de certains acteurs de marché, des mesures particulières ont été adoptées sous la forme d'une législation locale *ad hoc* visant à assurer la continuité juridique des contrats. Le fondement de ces législations se trouve dans le droit des contrats internes, comme l'illustre l'utilisation de notions du droit commercial américain qui font de l'euro un « substitut commercialement acceptable » et un « équivalent valable ». Elles se situent donc sur un plan différent de celui de la loi monétaire <sup>10</sup>.

Ailleurs dans le monde, en Suisse <sup>11</sup> et au Japon notamment, il a été estimé à juste titre superflu d'adopter des mesures nationales spécifiques, compte tenu des principes de souveraineté bien établis dans ce domaine. Par ailleurs, l'adoption par les institutions communautaires de dispositions monétaires complémentaires du Traité sous la forme des règlements communautaires a apporté à l'ensemble des agents économiques de la zone euro, plus largement de la Communauté ou ressortissants des pays tiers, tous les éléments de nature à leur permettre de connaître et maîtriser leurs relations juridiques concernant l'écu, les anciennes monnaies nationales et l'euro.

En conclusion, la question de savoir qui est le souverain en matière monétaire, si elle présente un grand intérêt politique et juridique, n'a toutefois pas de conséquence sur le plan de la reconnaissance internationale de l'euro comme monnaie.

## 1.2. Le processus de la loi monétaire

### 1.2.1. Le scénario de Madrid

Le Traité lui-même prévoit le transfert de souveraineté et précise les modalités de son exercice, mais il ne contient pas d'indications détaillées quant au statut juridique de la monnaie unique. Les dispositions du Traité qui la concernent sont, en effet, très peu nombreuses : essentiellement, les articles 118 <sup>12</sup> (*ex* 109G) sur l'écu et 123.4 <sup>13</sup> (*ex* 109L4). Il est vite apparu nécessaire de le compléter par une loi monétaire précisant le Traité et traduisant juridiquement le scénario retenu.

*Le Conseil de Madrid*, qui s'est réuni les 15 et 16 décembre 1995, a mis en évidence la complexité du processus, a structuré un scénario de passage à la monnaie unique et a décidé de donner à cette monnaie unique le nom d'« euro ».

<sup>10</sup> Elles ne semblent pas avoir reçu d'application pratique, mais leur objet principal était justement de dissuader des contractants de plus ou moins bonne foi d'aller devant les tribunaux.

<sup>11</sup> La loi de droit international privé suisse précise que « la monnaie est définie par le droit de l'État d'émission ».

<sup>12</sup> Article 118 : La composition en monnaies du panier de l'écu reste inchangée. Dès le début de la troisième phase, la valeur de l'écu est irrévocablement fixée, conformément à l'article 123, paragraphe 4.

<sup>13</sup> Article 123-4 : Le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE, arrête les taux de conversion auxquels leurs monnaies sont irrévocablement fixées et le taux irrévocablement fixé auquel l'écu remplace ces monnaies, et l'écu sera une monnaie à part entière. Cette mesure ne modifie pas, en soi, la valeur externe de l'écu. Selon la même procédure, le Conseil prend également les autres mesures nécessaires à l'introduction de l'écu en tant que monnaie unique de ces États membres.

**Le nom de la monnaie unique, de l'écu à l'euro.**

*Les considérants n° 2 des deux règlements monétaires communautaires exposent que « lors de la réunion du Conseil européen qui a eu lieu à Madrid les 15 et 16 décembre 1995, il a été décidé que le terme « écu » employé dans le Traité pour désigner l'unité monétaire européenne est un terme générique ; que les gouvernements des quinze États membres sont convenus que cette décision constitue l'interprétation agréée et définitive des dispositions pertinentes du Traité ; que le nom de la monnaie européenne sera « euro » ; que l'euro, qui sera la monnaie des États membres participants, sera divisé en cent subdivisions appelées « cent » ; que la définition du nom « cent » n'empêche pas l'utilisation de variantes de cette appellation dans la vie courante dans les États membres ; que le Conseil européen a, en outre, estimé que le nom de la monnaie unique devait être le même dans toutes les langues officielles de l'Union européenne, en tenant compte de l'existence des différents alphabets ». En pratique, compte tenu des langues officielles, dans de nombreux États membres, l'euro a pris des marques de pluriel différentes. Quant au cent, il a pris les appellations linguistiques appropriées, le centime en français. Ainsi, l'article L. 111-1 du Code monétaire et financier (CMF) dispose que « la monnaie de la France est l'euro. Un euro est divisé en cent centimes ».*

Écartant un « big-bang » tout euro au 1<sup>er</sup> janvier 1999, le Conseil européen a prévu que le retrait des monnaies nationales se ferait en deux étapes successives dites « phase trois 3A », le 1<sup>er</sup> janvier 1999, et « 3B », le 1<sup>er</sup> janvier 2002, décidant ainsi d'une période de transition de trois années. Le Conseil européen a décidé l'adoption d'un règlement monétaire, (instrument législatif de la Communauté, directement applicable dans les États membres et obligatoire dans tous ses termes) qui devait fixer le cadre juridique de l'utilisation de l'euro (faculté d'utiliser l'euro, mais sans y être contraint), le principe de l'« équivalence juridiquement contraignante » entre les unités monétaires nationales et l'euro, les conditions du remplacement des monnaies nationales par l'euro et le remplacement de l'écu par l'euro au taux de un pour un.

### **1.2.2. La traduction juridique du scénario : deux règlements adoptés, une seule loi monétaire**

L'existence de deux règlements découle du processus institutionnel de décision et du calendrier imposés à la construction monétaire européenne par le Traité.

En effet, la préparation de l'entrée en phase trois de l'UEM s'est faite avec la participation des quinze pays de l'Union, y compris ceux dont la participation à la monnaie unique est régie par un protocole particulier<sup>14</sup>. Toutefois, comme mentionné ci-dessus, seuls les États qui sont désignés pour adopter l'euro peuvent arrêter les mesures concernant son introduction, aux termes de l'article 123-4 (CE).

<sup>14</sup> Aux termes d'un protocole particulier sur le passage à la troisième phase de l'UEM, annexé au Traité, il est précisé que « tous les États membres, qu'ils remplissent ou non les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique, respectent la volonté que la Communauté entre rapidement dans la troisième phase ; aussi aucun État membre n'empêchera-t-il l'entrée dans la troisième phase ». Le protocole ajoute que l'ensemble des États membres et des institutions de la CE « effectuent avec diligence tous les travaux préparatoires au cours de l'année 1998 ».

L'article 123-4 ne pouvait s'appliquer qu'une fois désignés les États membres participants, seuls ces États adoptant les mesures nécessaires. Or, ce n'est qu'à l'issue du processus de convergence et de désignation prévu à l'article 121 que la liste de ces États pouvait être arrêtée, bien trop proche de la date d'introduction de l'euro, pour que l'ensemble des agents économiques directement impliqués par cette introduction puisse effectuer les préparatifs nécessaires. Les mesures que les marchés et les ressortissants des États membres devaient connaître, en amont de l'entrée en phase trois, pour adapter leurs procédures et leurs systèmes de marché, de comptabilité et d'information, ont donné lieu à l'adoption d'un premier règlement sur la base de l'article 308 (CE) (*ex 235*), article qui permet au Conseil d'adopter à l'unanimité les mesures nécessaires à la mise en œuvre des objectifs du Traité quand celui-ci n'a pas prévu les mesures nécessaires. Il s'agit du *règlement (CE) du 17 juin 1997 n°1103/97 du Conseil fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro*.

Les mesures propres à la définition de la monnaie unique et à la période transitoire ont donné lieu à l'adoption d'un règlement sur la base de l'article 123-4 : le *règlement (CE) du 3 mai 1998 n° 974/98 du Conseil concernant l'introduction de l'euro*<sup>15</sup>. Il convient aussi de préciser que, lorsqu'un nouveau pays cesse de faire l'objet d'une dérogation et adopte à son tour la monnaie unique, les mesures nécessaires sont adoptées sur la base de l'article 123-5. L'article 123-4 continue cependant de servir de base juridique pour arrêter des mesures nouvelles concernant l'euro, qui ne sont pas nécessairement liées à son « introduction » dans un État membre.

La différence entre les deux bases juridiques résidera à l'avenir essentiellement dans le processus de décision, la règle de l'unanimité ayant été maintenue dans le cadre de l'article 123.5, car il est apparu indispensable que le processus décisionnel reflète le consensus, à la fois pour les pays ayant déjà adopté l'euro et pour le pays candidat à son adoption. En revanche, un règlement adopté sur la base de l'article 123.5 a pour effet de modifier le règlement du 3 mai 1998 précité, pour ajouter à l'article 1<sup>er</sup>, 1<sup>er</sup> tiret, le nouvel État membre participant à ceux figurant déjà sur la liste et, à l'article 2, la date de l'adoption de l'euro pour ce nouvel État. Pour illustration, il convient de se reporter au règlement (CE) n° 2596/2000 du Conseil du 27 novembre 2000, modifiant le règlement (CE) n° 974/98 précité, qui étend à la Grèce les dispositions de ce dernier.

<sup>15</sup> JOCE L 139 du 11 mai 1998

## 2. Un statut moderne de la monnaie unique

Le communiqué de Dublin du 7 juin 1997 précisait que, « *ensemble, les deux règlements constituent le cadre juridique de l'euro* ». Les termes ont été repris par la résolution du Conseil du 7 juillet 1997 relative au cadre juridique de l'introduction de l'euro, qui publie le cadre complet y compris le futur règlement du 3 mai 1998 (JOCE du 02/08/97 n° C 236/7). Il n'y a donc qu'une seule loi monétaire.

La loi monétaire présente trois caractéristiques fondamentales : une définition simple et moderne de la monnaie, la continuité monétaire entre les anciennes monnaies et la nouvelle qui s'y substitue et enfin le remplacement organisé des monnaies nationales par la monnaie unique. Nous examinerons dans ce chapitre les deux premières, qui présentent un caractère permanent. Celle concernant la période transitoire, dont les dispositions ont désormais épuisé leurs effets, sera traitée au chapitre 3.

### 2.1. Définition de la monnaie

#### 2.1.1. Une définition abstraite et moderne de la monnaie

Le « cœur » de la loi monétaire est d'une rédaction remarquablement courte, simple et concise. En deux lignes, l'article 2 définit la monnaie dont le nom est l'euro, l'unité monétaire « un euro » et sa subdivision le cent ou centime. Deux éléments sont essentiels dans cette définition, purement abstraite, de la monnaie. D'une part, *la monnaie n'est définie en quelque sorte que par son nom*. Il n'y a pas de référence à un étalon ou à quelque autre référence que ce soit qui servirait à établir une valeur d'échange de la monnaie. L'euro comme monnaie existe par la seule déclaration du souverain. Quant à sa valeur, ce n'est aujourd'hui qu'une question de transaction sur les marchés des changes où sont traitées les différentes devises <sup>16</sup>.

D'autre part, l'article 2 distingue la monnaie, notion générique qui recouvre toutes les fonctions dévolues à la monnaie, de l'unité monétaire. La monnaie désignée par la loi monétaire, se définit par différence avec les autres monnaies, qui sont des devises étrangères, cotées sur les marchés des changes et dont le cours fluctue par rapport à la monnaie officielle. La monnaie remplit une fonction de paiement, c'est-à-dire qu'elle permet à toute personne de se libérer de ses dettes. C'est un bien qui permet aussi d'évaluer tous les autres biens.

<sup>16</sup> La question du régime de change relève d'autres dispositions du Traité, à l'article 111-1.



### 2.1.2. L'unité monétaire euro

Le concept d'unité monétaire, déjà utilisé dans le droit monétaire allemand et français (ordonnance du 27 décembre 1958 et loi allemande du 20 juin 1948 précitées), est intéressant à plusieurs titres. Tout d'abord, il met l'accent sur le rôle joué par la monnaie comme unité de compte dans les relations économiques et financières. Il permet ensuite de dissocier la fonction monétaire de paiement, de l'émetteur du moyen de paiement et du type d'instrument monétaire utilisé. Il fournit ainsi un cadre juridique qui autorise le développement tout à la fois de la monnaie « bancaire » ou scripturale, électronique, etc. Il est particulièrement significatif qu'aucune référence aux billets et aux pièces, qui sont une des formes que la monnaie emprunte, ne figure dans cette définition. Il permet ensuite, comme on le verra, d'organiser la coexistence de différentes unités de la monnaie unique, l'unité euro et les unités monétaires nationales, pendant la période transitoire.

### 2.1.3. Absence de référence au cours légal

La notion de cours légal n'apparaît nulle part dans cette définition. C'est en toute logique juridique puisqu'elle est attachée aux seuls billets et pièces émis par les autorités compétentes à cet effet. Il convient, en effet, de ne pas confondre le cours légal attribué aux billets et pièces<sup>17</sup> et le caractère légal de la monnaie sur un territoire déterminé. Ce dernier doit composer aussi avec les règles relatives à l'utilisation de monnaies étrangères comme unité de compte (voir les règles relatives à l'indexation en France, articles L.112.1 et suivants du CMF) ou unité de paiement dans le contexte du droit communautaire qui a instauré la liberté des mouvements de capitaux (article 56 CE). Cette liberté est effective en France depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1990. Elle permet à tout un chacun d'être titulaire, en France ou à l'étranger, de comptes libellés en monnaies étrangères, comme de détenir librement des espèces libellées dans de telles monnaies.

Néanmoins, on peut s'interroger sur le point de savoir si la notion d'ordre public monétaire dont les tribunaux français ont jusqu'ici toujours assuré le respect, n'est pas modifiée par l'adoption d'une loi monétaire communautaire au lieu de la loi monétaire nationale. En particulier, la conséquence qu'en tirait traditionnellement la jurisprudence, à savoir qu'un paiement en France, pour des opérations purement domestiques et entre résidents français, devait être effectué en monnaie nationale, paraît pouvoir être reprise, toutes choses égales par ailleurs, pour l'euro qui a remplacé le franc comme monnaie dans notre pays. Bien entendu, conformément à la jurisprudence, les opérations financières dont l'objet même porte sur la monnaie, échappent à l'application du principe d'utilisation de l'euro en France, que ce soit à des fins d'indexation ou bien de paiement, à l'exception toutefois des paiements effectués en billets et en pièces qui bénéficient du cours légal.

<sup>17</sup> Le cours légal se définit comme l'obligation faite aux agents économiques, notamment aux commerçants, d'accepter en paiement les billets et les pièces qui sont dotés de ce cours légal, selon la valeur pour laquelle ils ont cours. Le refus d'accepter en paiement de tels billets et pièces est pénalement sanctionné (article R.642-3 du Code pénal).



### 2.1.4. Le territoire de la monnaie

L'article 1<sup>er</sup> du règlement du 3 mai 1998, qui établit la liste des États membres participants qui ont adopté l'euro, apporte un élément indispensable à la définition de la monnaie. En effet, il s'agit de préciser quel est le territoire qui ressortit du souverain et sur lequel il a compétence pour désigner la monnaie qui y a cours. On a vu précédemment que, tant que l'ensemble des États membres de l'Union européenne n'a pas adopté l'euro, il est nécessaire de désigner nommément chaque État participant dans la loi monétaire. C'est ainsi que le territoire dans lequel la monnaie est l'euro est défini par énumération du territoire de chacun des États membres participants.

Cependant, le territoire des États membres n'est concerné par l'introduction de l'euro que s'il fait partie de la Communauté<sup>18</sup>. Dans le cas de la France, par exemple, seuls les départements d'outre-mer appartiennent aussi à la Communauté. La Nouvelle-Calédonie, la Polynésie française, les Îles Wallis-et-Futuna<sup>19</sup> et, enfin, Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon n'appartiennent pas à la Communauté. Dans le cas des trois premiers cités, un protocole annexé au Traité a expressément prévu qu'ils continuaient d'avoir leur propre monnaie, le franc CFP<sup>20</sup>.

En ce qui concerne Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon, qui avaient le franc comme monnaie jusqu'au remplacement de cette monnaie par l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 1999, il est apparu nécessaire de les intégrer dans la zone euro. À cette fin, le Conseil a adopté une décision sur les arrangements monétaires relatifs aux collectivités territoriales françaises de Saint-Pierre-et-Miquelon et Mayotte<sup>21</sup>.

À l'inverse, l'euro est aussi la monnaie officielle de quelques États, autres que ceux figurant à l'article 1<sup>er</sup> du règlement communautaire. En effet, une convention monétaire entre la Communauté et un État tiers peut prévoir dans quelles conditions cet État tiers peut adopter officiellement l'euro. C'est ce qui a été fait, conformément à la Déclaration n° 6 annexée au TCE, pour la République de Saint-Marin, la Cité du Vatican et la Principauté de Monaco, ces trois États étant liés par des relations monétaires formelles et anciennes avec deux États membres participants et utilisant une monnaie nationale remplacée par l'euro<sup>22</sup>. Cependant, il existe une différence fondamentale quant à la définition du souverain monétaire : les États membres participants, d'un côté, les États tiers liés par une convention à la Communauté, de l'autre. La souveraineté monétaire de ces derniers est bien distincte, mais, surtout, elle est étroitement limitée par les dispositions conventionnelles. Ainsi, l'article 1<sup>er</sup> de la convention du 24 décembre 2001<sup>23</sup>, dispose que « La Principauté de Monaco est en droit, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999, d'utiliser l'euro comme monnaie

<sup>18</sup> Voir la quatrième partie du Traité relative à l'association des pays et territoires d'outre-mer, qui concerne le Danemark, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni

<sup>19</sup> Ainsi que les terres australes et antarctiques françaises

<sup>20</sup> « La France conservera le privilège d'émettre des monnaies dans ses territoires d'outre-mer selon les modalités établies par sa législation nationale, et elle sera seule habilitée à déterminer la parité du franc CFP ».

<sup>21</sup> Décision 1999/95/CE du Conseil de l'Union européenne du 31 décembre 1998

<sup>22</sup> Monaco avec la France (24 décembre 2001, publiée au JOCE du 31 mai 2002), Vatican (2001/C 299/01, publiée au JOCE du 25 octobre 2001) et Saint-Marin (2001/C 209/01, publiée au JOCE du 27 juillet 2001) avec l'Italie. Voir également l'étude « L'euro et les États et territoires associés à l'Union monétaire », E. Politronacci, publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 97, janvier 2002

<sup>23</sup> Publiée au JOCE du 31 mai 2002

*Ne s'agissant pas d'États tiers indépendants [collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre et Miquelon], c'est par un acte de la République française, dont les deux territoires font partie, et non pas par une convention monétaire avec la Communauté, que les dispositions de la loi monétaire européenne ont été rendues applicables dans ces deux collectivités. L'ordonnance n° 2001-766 du 29 août 2001, portant transposition de directives communautaires et adaptation au droit communautaire en matière économique et financière a ainsi introduit au titre 1<sup>er</sup> du Livre VII (régime de l'outre-mer) du Code monétaire et financier un chapitre 1<sup>er</sup> bis concernant l'introduction de l'euro dans les deux collectivités concernées. Les articles L.711-13 à L.711-19 rendent applicables les dispositions des règlements monétaires du 17 juin 1997 et du 3 mai 1998. L'article L.711-20 confie au gouverneur de la Banque de France le soin de rendre applicables les mesures nécessaires à l'accomplissement des missions du SEBC, les autres mesures nécessaires à l'introduction de l'euro étant rendues applicables par voie réglementaire. Dans les deux cas, les mesures doivent avoir des effets identiques à ceux produits en France métropolitaine. Comme pour les départements d'outre-mer, c'est la Banque de France qui exerce les missions confiées au SEBC par le Traité dans ces collectivités, par l'intermédiaire de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) « agissant au nom, pour le compte et sous l'autorité de la Banque de France » (article L.711-2 du CMF).*

officielle, en fixant au plan interne les modalités juridiques nécessaires, ce conformément au règlement (CE) n° 1103/97, au règlement (CE) n° 974/98 et au règlement n° 2866/98, modifiés ».

## 2.2. Le remplacement des monnaies nationales

Certes, la question peut paraître, de prime abord, ne plus présenter qu'un intérêt historique, au moins pour les douze États membres participants qui ont actuellement adopté l'euro. Mais ce serait oublier que, lors d'un changement de monnaie, il est indispensable que la loi monétaire précise, outre la date à laquelle la nouvelle monnaie remplace l'ancienne, comme il est fait à l'article 2 du règlement du 3 mai, comment les anciennes monnaies sont remplacées par la monnaie unique. Les tribunaux français ont ainsi, lorsqu'ils en ont eu l'occasion, fait application<sup>24</sup> du règlement du 3 mai 1998.

### 2.2.1. L'irréversibilité du changement de monnaie

La question que se posaient tout particulièrement les agents économiques et les acteurs des marchés était celle de l'irréversibilité du changement monétaire. Une des préoccupations essentielles qui a présidé à la rédaction de la loi monétaire a bien été d'apporter une réponse juridique claire à cette question.

C'est par des termes simples, mais qui n'appellent aucune interprétation, que l'article 2 du règlement du 3 mai 1998 ayant posé que l'euro est la monnaie des États membres participants, l'article 3 précise que « l'euro remplace la monnaie de chaque État membre au taux de conversion ». L'article 2 indique par ailleurs à quelle date ce remplacement a lieu, pour chaque État membre participant. Les articles 2 et 3 du règlement du 3 mai 1998 ne reprennent donc pas les termes de

<sup>24</sup> Cour d'appel de Paris (2<sup>e</sup> chambre), 1<sup>er</sup> juillet 1999

l'article 123.4 sur le processus de création de l'euro, tenu pour acquis, mais se bornent à en énoncer le résultat juridique. C'est ainsi que le règlement exprime l'irréversibilité de l'adoption de la monnaie unique en définissant la situation juridique créée par son adoption.

Par ailleurs, le règlement distingue la monnaie des États membres participants, l'euro d'une part et l'unité monétaire nationale de ces mêmes États, division transitoire de l'euro créée à l'article 6, d'autre part. Il n'y a donc pas de confusion possible, après le 1<sup>er</sup> janvier 1999, entre la monnaie des États membres participants, l'euro, et la division transitoire de l'euro qui a perdu son statut de monnaie, même si elle garde le nom de l'ancienne monnaie nationale, le franc en France. Il ressort donc clairement des termes du règlement que les unités monétaires nationales continuent, pendant la période transitoire, non pas l'ancienne monnaie nationale, mais l'unité monétaire de cette monnaie <sup>25</sup>.

### 2.2.2. Le nominalisme monétaire revisité

Rappelons que le processus prévu par l'article 123.4 était double : remplacement de l'écu panier qui devient l'euro et remplacement des monnaies nationales par l'euro.

La sentence du Professeur Carbonnier, selon laquelle le principe du nominalisme monétaire signifie que l'identité de nom d'une monnaie fait présumer irréfragablement l'identité de sa valeur intrinsèque à travers le temps, quels que soient les changements d'unité monétaire, n'est certainement plus pertinente pour le remplacement du franc et des autres monnaies nationales par l'euro, puisqu'il n'y pas d'identité de nom. Il n'en demeure pas moins que l'article 123-4 CE est écrit et construit par référence au nominalisme dans la suite logique des différentes définitions de l'écu qui ont toutes fait application du nominalisme, alors même que l'écu n'était pas une monnaie, mais un panier de monnaies. Surtout, *l'écu est l'élément central du processus de création de la monnaie unique*. C'est par la fixation du taux irrévocablement fixé auquel l'écu remplace les monnaies nationales que l'écu devient monnaie. C'est pourquoi, l'article 2 du règlement du 17 juin 1997 prévoit que toute référence à l'écu, au sens de l'article 109 G du traité (118 CE) et tel que défini par le règlement (CE) n° 3320/94, figurant dans un instrument juridique est remplacée par une référence à l'euro au taux d'un euro pour un écu. C'est aussi pourquoi le même article prévoit une présomption de référence à l'écu tel que défini par le règlement susvisé dans toute référence à l'écu dans un instrument juridique, sans la définition expresse du règlement 3320/94. Le règlement 3320/94, dernière définition de l'écu panier, est abrogé simultanément à la date de création de l'euro.

<sup>25</sup> L'article 1<sup>er</sup> avant dernier tiret du règlement du 3 mai précise que les « unités monétaires nationales » sont les unités monétaires des États membres participants, telles qu'elles sont définies le jour précédent l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

Comme le précise par ailleurs l'article 123.4, la mesure de création de l'euro par la fixation irrévocable du taux auquel l'euro remplace les monnaies nationales ne modifie pas en soi la valeur externe de l'écu. À l'instant  $t$  du remplacement de l'ancienne monnaie par la nouvelle, c'est la valeur de marché qui permet de déterminer le taux de conversion. C'est la raison pour laquelle, d'ailleurs, les taux de conversion ne correspondent pas à des nombres entiers. Le processus de construction monétaire communautaire n'est donc pas un nominalisme purement écrit, puisqu'il assure que le droit est strictement en accord avec le fait économique, lequel est l'aboutissement du processus de convergence. Il s'agit, en définitive, d'un nominalisme qui épouse les faits, la réalité économique. Il en résulte que le passage à l'euro n'a pas eu pour effet, en soi, d'enrichir ou d'appauvrir les agents économiques, le changement de monnaie est neutre à cet égard.

### 2.2.3. La continuité de l'exécution des instruments juridiques

La monnaie est omniprésente dans les relations économiques et sociales. En effet, toute obligation est en définitive une obligation de somme d'argent <sup>26</sup>. Il en résulte que lorsque le souverain décide un changement monétaire, il est essentiel qu'il fournisse avec la définition de la nouvelle monnaie, les instruments nécessaires à la poursuite de l'exécution des obligations libellées dans l'ancienne monnaie.

Pour éviter toute solution de continuité entre la nouvelle monnaie et l'ancienne, qui aurait pour conséquence une impossibilité pratique et juridique pour les parties et les débiteurs de poursuivre l'exécution des obligations de sommes d'argent, qu'elles soient d'origine légale ou contractuelle, F.A. Mann <sup>27</sup> utilise la notion qu'il appelle le lien récurrent (*the recurrent link*). Ce lien entre l'ancienne monnaie et la nouvelle doit permettre de convertir de manière arithmétique, officielle et donc universelle, toute expression monétaire dans l'ancienne monnaie en un montant exprimé dans la nouvelle monnaie et qui ne peut prêter à discussion, dès lors que le taux de conversion fixé dans la loi monétaire a été appliqué. C'est à cette condition que les parties à un contrat, dans la zone euro ou hors de la zone, peuvent continuer d'exécuter leurs obligations exprimées dans les anciennes monnaies et qui sont en cours au moment du changement, quelle que soit par ailleurs la loi du contrat. Le Professeur Carbonnier, dans son « *Traité de droit civil* », appelle ce lien tout simplement le « taux de conversion » <sup>28</sup>. Du point de vue du droit monétaire, pour assurer la continuité de l'exécution des obligations de sommes d'argent, il faut, et il suffit, que le souverain fixe le taux de conversion. L'article 3 du règlement 974/98 énonce ainsi que « l'euro remplace les monnaies nationales au *taux de conversion* » ou en anglais *conversion rate*. Ce taux a été fixé dans un *troisième règlement*, sans lequel la loi monétaire serait incomplète, même si la résolution du Conseil de juillet 1997 n'en fait pas mention.

<sup>26</sup> Cf. Code civil français dont l'article 1142 énonce que toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommages et intérêts en cas d'inexécution du débiteur.

<sup>27</sup> *The legal aspect of money*, 5<sup>th</sup> Edition. Clarendon Press-Oxford

<sup>28</sup> Voir aussi la notion suisse de « tarification » dans le cadre de l'Union latine

Si c'est le taux de conversion arrêté par la loi monétaire qui permet aux parties d'assurer la continuité des contrats, il est permis de se demander à quoi sert l'article 3 du règlement du 17 juin 1997 qui dispose « l'introduction de l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un instrument juridique ou de libérer ou de dispenser de son exécution, et elle ne donne pas à une partie le droit de modifier un tel instrument ou d'y mettre fin unilatéralement ». Pour certains, il s'agit d'une disposition de droit contractuel insérée dans la loi monétaire. Pour d'autres, la

*Les taux de conversion ont été fixés par les règlements n° 2866/98 du 31 décembre 1998 pour les onze premières monnaies et n° 1478/2000 du 19 juin 2000 pour la drachme grecque. Le règlement du 17 juin 1997 a précisé les règles de conversion. Son article 4 prévoit que les taux de conversion expriment la contre-valeur d'un euro dans chacune des monnaies nationales des États membres participants, qu'ils comportent six chiffres significatifs, qu'ils ne peuvent être ni arrondis ni tronqués lors des conversions et qu'il est interdit d'utiliser les taux inverses (ex : 1 FRF = 0,152449 EUR). L'article 5 précise que les sommes d'argent sont arrondies au centime d'euro le plus proche.*

disposition n'a qu'une valeur déclaratoire. À l'appui de cette dernière interprétation, on peut citer la dernière phrase de l'article 3 : « la présente disposition s'applique sans préjudice de ce dont les parties sont convenues ». Le législateur monétaire ne saurait mieux reconnaître l'autonomie de la volonté des parties et respecter le contrat, qui est la loi des parties. Il faut donc en conclure que l'article 3 n'a pas pour objet de modifier la loi des contrats ou de porter atteinte à l'autonomie de la volonté. L'objectif visé par l'article 3 est ainsi de guider les parties aux contrats en cours, et leurs juges éventuels, à la manière des législations américaines susmentionnées, en rappelant la règle de conduite des parties à un contrat en cas de changement monétaire, dès lors que la loi monétaire est là pour indiquer clairement comment poursuivre l'exécution des contrats en cours. Rappelons que la loi monétaire, dont le contenu a été publié en août 1997, ne pouvait pas être adoptée avant le 3 mai 1998.

*Dans la mesure où certains contrats faisaient référence à des taux ou indices qui pouvaient disparaître suite à l'introduction de l'euro, il convenait d'en prévoir le remplacement. L'article L. 113-7 du CMF a ainsi prévu que le ministre de l'Économie et des Finances désignait les références qui se substituent aux taux et indices qui disparaissent, les parties pouvant cependant y déroger et choisir d'un commun accord une autre référence. En application de cet article, un arrêté du 10 novembre 1998 a remplacé les deux taux interbancaires offerts à Paris (TIOP FRF et TIOP XEU) par le taux interbancaire offert en euros (TIBEUR ou EURIBOR dans la terminologie anglo-saxonne) à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999 ; le taux moyen pondéré (TMP) est remplacé par le taux moyen pondéré en euros (TEMPE ou EONIA) depuis le 4 janvier 1999.*

## 2.3. Le statut des billets et des pièces

### 2.3.1. Les règles d'émission

L'article 106 du Traité constitue la base légale de l'émission de la monnaie fiduciaire. Aux termes de l'article 16 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs de la BCE est seul habilité à autoriser l'émission de billets dans la Communauté, ces derniers étant émis par la BCE et les banques centrales nationales, comme le précise la décision de la BCE 2001/15 du 6 décembre 2001<sup>29</sup>. Ces billets sont les seuls à avoir cours légal dans la Communauté. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé qu'ils auraient des spécifications techniques et une apparence communes<sup>30</sup>.

L'émission des pièces relève des États membres, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission. Le Conseil peut uniquement adopter des mesures pour harmoniser les valeurs unitaires et les spécifications techniques de toutes les pièces destinées à la circulation, et dans la mesure où cela est nécessaire pour assurer la bonne circulation de celles-ci dans la Communauté. C'est ce qu'il a fait par le règlement n° 975/98 du 3 mai 1998<sup>31</sup>. Les pièces ont une face commune et une face nationale.

Le règlement monétaire du 3 mai 1998 qui fixe la date d'introduction des billets et des pièces en euros le 1<sup>er</sup> janvier 2002 (articles 10 et 11), ne précise pas leur statut juridique. En particulier, la notion de cours légal n'est pas définie. Chaque État membre participant conserve son propre régime de cours légal. En France, l'article R. 642-3 du Code pénal punit d'une amende (jusqu'à 150 euros) le fait de refuser de recevoir des pièces de monnaie ou des billets de banque ayant cours légal en France selon la valeur pour laquelle ils ont cours. Par ailleurs, la notion de cours légal, auparavant limitée aux territoires nationaux, est désormais étendue à celui de l'ensemble de la zone euro, et même au-delà comme il a été décrit au point 2. Toutefois, les pièces dites de collection, qui n'ont pas vocation à circuler et à être utilisées dans les paiements, n'ont cours légal que sur le territoire de l'État membre qui les émet. Elles ont des caractéristiques techniques différentes de celles des pièces courantes.

Le pouvoir libératoire des pièces est limité par l'article 11 du règlement du 3 mai 1998 puisque, à l'exception de l'autorité émettrice (...), nul n'est tenu d'accepter plus de cinquante pièces lors d'un seul paiement. En ce qui concerne les billets, aucune limitation de leur pouvoir libératoire n'est prévue par les textes communautaires ; en revanche, le considérant 19 indique que les restrictions aux paiements au moyen de billets et de pièces définies par les États membres en considération de motifs d'intérêt public (questions fiscales, lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, etc.) ne sont pas incompatibles avec

<sup>29</sup> JOCE du 20 décembre 2001

<sup>30</sup> Cf. Décision 2001/7 sur du 30 août 2001 concernant les valeurs unitaires, les spécifications, la reproduction, l'échange et le retrait des billets en euros, modifiée ; version consolidée 2002/C 6/07, publiée au JOCE du 9 janvier 2002

<sup>31</sup> JOCE L 139, 11 mai 1998



le cours légal des billets et pièces libellés en euros, pour autant que d'autres moyens légaux soient disponibles pour le règlement des créances de sommes d'argent. De telles restrictions sont prévues en France aux articles L. 112-6 à L. 112-8 du Code monétaire et financier <sup>32</sup>.

### 2.3.2. La lutte contre le faux-monnayage

L'introduction des billets et pièces en euros ayant cours légal sur l'ensemble du territoire de la zone euro nécessitait l'adaptation ou la création d'instruments juridiques répressifs et opérationnels (collecte et échange des données) à la dimension nouvelle et transfrontière de la monnaie unique sous sa forme fiduciaire. Cependant, alors que dans le domaine monétaire, la compétence a été transférée pour l'essentiel au niveau communautaire, en matière pénale, la compétence des États membres demeure encore le principe. L'Union européenne a combiné les instruments du pilier communautaire (article 123.4) et ceux du troisième pilier pour poser les bases d'une protection commune de l'euro.

Ainsi, a été adoptée la décision-cadre du Conseil (2000/383/JAI) du 29 mai 2000 visant à renforcer, par des sanctions pénales et autres, la protection contre le faux-monnayage en vue de la mise en circulation de l'euro, modifiée et complétée par la décision-cadre du Conseil du 6 décembre 2001 (2001/888/JAI), concernant la récidive. La constitution d'un dispositif harmonisé de sanctions pénales contre le faux-monnayage s'appuie en pratique sur l'harmonisation déjà réalisée par la Convention internationale de Genève du 20 avril 1929 pour la répression du faux-monnayage à laquelle tous les États membres doivent adhérer. La décision-cadre en complète les dispositions par des mesures nouvelles, notamment l'extension de la répression à la fabrication et la détention d'instruments et objets destinés par leur nature à la fabrication de fausse monnaie (programmes

<sup>32</sup> Article L112-6 : I. - Les règlements qui excèdent la somme de 762,25 euros ou qui ont pour objet le paiement par fraction d'une dette supérieure à ce montant, portant sur les loyers, les transports, les services, fournitures et travaux ou afférents à des acquisitions d'immeubles ou d'objets mobiliers ainsi que le paiement des produits de titres nominatifs et des primes ou cotisations d'assurance doivent être effectués par chèque barré, virement ou carte de paiement ; il en est de même pour les transactions sur des animaux vivants ou sur les produits de l'abattage. Le paiement des traitements et salaires est soumis aux mêmes conditions au-delà d'un montant fixé par décret. Article L112-8 : Tout règlement d'un montant supérieur à 3 000 euros effectué par un particulier non commerçant, en paiement d'un bien ou d'un service, doit être opéré soit par chèque, répondant aux caractéristiques de barrement d'avance et de non-transmissibilité par voie d'endossement, mentionné à l'article L. 96 du livre des procédures fiscales, soit par tout autre moyen inscrivant le montant réglé au débit d'un compte tenu chez un établissement de crédit, une entreprise d'investissement ou une institution mentionnée à l'article L. 518-1. Toutefois, les particuliers non commerçants n'ayant pas leur domicile fiscal en France peuvent continuer d'effectuer le règlement de tout bien ou service d'un montant supérieur à 3 000 euros en chèque de voyage ou en espèces, après relevé, par le vendeur du bien ou le prestataire de services, de leurs identité et domicile justifiés. Tout règlement d'un montant supérieur à 3 000 euros en paiement d'un ou de plusieurs biens vendus aux enchères, à l'occasion d'une même vente, doit être opéré selon les modalités prévues au premier alinéa. Tout versement d'une prime ou d'une cotisation d'assurance au titre d'un contrat d'assurance-vie ou d'une assurance-décès doit être opéré selon les modalités prévues au premier alinéa, au-delà de 3 000 euros par an et par contrat. Article L112-9 : Les particuliers non commerçants doivent effectuer le règlement des transactions d'un montant supérieur à 1 524,49 euros portant sur des bijoux, pierreries, objets d'art, de collection ou d'antiquité, soit par chèques répondant aux caractéristiques de barrement d'avance et de non-transmissibilité par voie d'endossement mentionnées à l'article L. 96 du livre des procédures fiscales, soit par virement bancaire ou postal.

d'ordinateur, hologrammes et autres éléments servant à protéger la monnaie contre la falsification). En outre, la fabrication des billets et des pièces non encore émis par les institutions habilitées à cette fin et qui n'ont pas encore cours légal, mais qui sont destinés à être émis, doit également être punie. La France a adopté les mesures pénales nécessaires ; l'article 17 de la loi dite MURCEF<sup>33</sup> modifie ainsi l'article 442-5 du Code pénal et crée un article 442-15<sup>34</sup>.

Le mandat d'Europol (Office européen de police, établi par une convention adoptée par acte du Conseil du 26 juillet 1995) a été étendu par décision du Conseil du 29 avril 1999 à la lutte contre le faux-monnayage et la falsification des moyens de paiement.

Par ailleurs, l'article 123-4 CE permet aussi de prendre les mesures communautaires de lutte contre le faux-monnayage qui ne relèvent pas du domaine pénal ; c'est ce que fait le règlement (CE) n° 1338/2001 du Conseil du 28 juin 2001, définissant des mesures nécessaires à la protection de l'euro contre le faux-monnayage. Il organise la collecte et l'échange de données techniques et statistiques sur les faux billets et pièces<sup>35</sup> ainsi que la coopération entre les autorités compétentes nationales (les banques centrales nationales et les offices centraux désignés par l'article 12 de la Convention de Genève de 1929, l'Office central de la répression du faux-monnayage – OCRFM – pour la France), et les autorités communautaires (Europol, BCE, Commission).

Il faut enfin noter que la protection de l'euro déborde le cadre de la zone euro et des États membres participants ayant adopté l'euro : en effet, il s'agit d'un domaine d'intérêt communautaire majeur, pour lequel les États membres qui n'ont pas adopté l'euro sont tenus par le devoir de loyauté, inscrit à l'article 10 du Traité CE. En conséquence, les actes adoptés et les actions engagées pour la protection de l'euro contre le faux-monnayage concernent et engagent l'ensemble de l'Union. Au demeurant, la décision-cadre du 29 mai 2001 lie les États membres des pays qui n'ont pas adopté l'euro et le règlement (CE) 1339/2001 a étendu à ces États membres l'application des dispositions du règlement 1338/2001. Par ailleurs, les trois États tiers, qui ont été autorisés à utiliser officiellement l'euro, se sont engagés à collaborer étroitement avec la Communauté pour lutter contre la contrefaçon et la sanctionner ainsi qu'à adopter les mesures appropriées contenues dans la législation de la Communauté.

<sup>33</sup> Loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier

<sup>34</sup> Article 442-5 : La fabrication, l'emploi ou la détention sans autorisation des matières, instruments, programmes informatiques ou de tout autre élément spécialement destinés à la fabrication ou à la protection contre la contrefaçon ou la falsification des billets de banque ou des pièces de monnaie sont punis de deux ans d'emprisonnement et de 30 000 euros d'amende.

Article 442-15 : Les dispositions des articles 442-1, 442-2 et 442-5 à 442-14 sont applicables lorsque sont en cause les billets de banque et pièces de monnaie qui, bien que destinés à être mis en circulation, n'ont pas encore émis par les institutions habilitées à cette fin et n'ont pas encore cours légal.

<sup>35</sup> La BCE a fixé des conditions d'accès au système de surveillance de la fausse monnaie, qui centralise ces données, Décision 2001/912/CE du 8 novembre 2001 ; JOCE du 20 décembre 2001.



### 3. L'organisation juridique de la période transitoire

La loi monétaire comporte des dispositions qui fixent le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, tant que les billets et pièces en euros ne sont pas introduits, mais aussi tant que les systèmes comptables et d'information des agents économiques et des administrations n'ont pas été adaptés à la nouvelle unité monétaire.

Cette période d'adaptation, dont la durée était fixée à trois années à compter de la date du remplacement des monnaies nationales par l'euro, est échue le 31 décembre 2001. L'ensemble des dispositions concernant la période transitoire sont désormais caduques (articles 5 à 9 du règlement du 3 mai 1998), puisque les mesures transitoires ont épuisé leurs effets. En outre, ces mesures avaient été adoptées pour cette transition très particulière qui concernait les onze premiers États membres participants à l'euro, dont la monnaie a été remplacée dans le mouvement même de création de la monnaie unique ainsi que de la première émission des billets et des pièces (la Grèce a rejoint ces États en 2001). Il en résulte que les mesures d'organisation juridique de la période transitoire ne seraient pas forcément adaptées à l'introduction de l'euro dans de nouveaux États membres.

#### 3.1. Une seule monnaie, deux unités monétaires

L'article 6 du règlement du 3 mai 1998 crée les unités monétaires nationales, pour la durée de la période transitoire, qui va du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 31 décembre 2001 : « l'euro est aussi divisé en unités monétaires nationales en appliquant les taux de conversion ». Les subdivisions des unités monétaires nationales sont elles-mêmes maintenues. Ces unités sont à la fois des divisions temporaires de la monnaie euro qui s'ajoutent à l'unité monétaire un euro pendant la période transitoire et des « successeurs » de l'unité monétaire de chacune des monnaies nationales remplacées par l'euro. Dans la succession du franc, unité monétaire nationale, au franc, monnaie de la France, on retrouve un effet du nominalisme, appliqué non pas à la monnaie, mais à la seule unité monétaire, unité de compte.

La loi monétaire communautaire, dans ses éléments transitoires, s'appuie d'ailleurs expressément sur le droit monétaire existant des États membres qui continue de s'appliquer, sous réserve des dispositions du règlement du 3 mai 1998, tout particulièrement les articles 2 et 3, qui font de l'euro, la monnaie unique des États membres participants. La loi monétaire communautaire organise ainsi une continuité monétaire au niveau des unités monétaires nationales, qui est sans aucun doute un élément essentiel du cadre juridique de la transition, en même temps qu'elle facilite un passage à l'euro en douceur et à leur rythme des agents économiques. Le paragraphe 2 de l'article 6 insistait d'ailleurs sur ce point, en précisant que la référence à l'unité monétaire nationale dans un instrument juridique était aussi valable que s'il s'agissait d'une référence à l'unité euro.

En particulier, l'article 7 du règlement en tirait la conséquence que le remplacement de la monnaie de chaque État membre n'avait pas, en soi, pour effet de modifier le libellé des instruments juridiques existant à la date du remplacement. Dans la mesure où l'euro était également divisé, temporairement, en unités monétaires nationales, les contrats conclus en francs étaient donc toujours juridiquement valables. Ils demeuraient libellés en francs soit jusqu'à ce qu'une décision de basculement à l'euro soit prise explicitement à l'initiative des parties concernées, soit jusqu'au 31 décembre 2001 au plus tard en l'absence d'une telle décision. En effet, après la période transitoire, l'article 14 du règlement du 3 mai 1998 a prévu que les références aux unités monétaires nationales qui figurent dans des instruments juridiques existant à la fin de la période transitoire devaient être lues comme des références à l'unité euro en appliquant les taux de conversion. L'article 14 ne fait d'ailleurs que tirer les conséquences de la cessation des mesures transitoires le 31 décembre 2001, les articles 2 et 3 du règlement disposant que l'euro a remplacé la monnaie des États membres au taux de conversion. C'est donc par application de la *lex monetae*, que les références à l'unité monétaire nationale doivent être lues comme des références à l'unité euro, en appliquant le taux de conversion.

En organisant juridiquement la coexistence de deux unités monétaires de la même monnaie, l'euro, le règlement du 3 mai a mis en place un remarquable instrument juridique, permettant aux Français d'avoir de « l'euro en poche » ou sur leurs comptes bancaires, sans le savoir, parce que les signes monétaires comme les comptes continuaient d'être libellés en francs.

### 3.2. Ni obligation, ni interdiction d'utiliser l'euro

Lors du Conseil européen de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, les chefs d'État et de gouvernement ont défini le principe dit du « ni-ni » : « le règlement (974/98) garantira que, pendant la période précédant l'échéance fixée pour l'achèvement de la transition, les opérateurs économiques privés auront la faculté d'utiliser l'euro ; ils ne devraient pas pour autant y être contraints. Ils devraient être, autant que possible, autorisés à élaborer leurs propres mécanismes d'adaptation au passage à la monnaie unique ; néanmoins, la mise en œuvre de ces principes devrait respecter les pratiques du marché en matière de normalisation ».

En définissant le cadre juridique de l'utilisation de l'euro pendant la transition, le règlement devait éviter deux écueils. Le premier aurait résulté d'une utilisation incontrôlée de l'unité euro qui n'aurait pas permis aux agents économiques de définir des conditions adaptées à leur activité et à leur rythme de changement d'unité monétaire. Le second aurait consisté en un désintérêt vis-à-vis de l'euro, dont on craignait qu'il puisse avoir des retentissements sur l'acceptation, y compris par les marchés, de la monnaie unique. L'organisation juridique du passage à l'euro prévue par le règlement s'est révélée parfaitement efficace et a permis à chaque État membre, ainsi qu'à chaque agent économique, d'effectuer son propre passage à l'euro, dans les meilleures conditions.

Les articles 6 et 7 précités, en plaçant sur un même pied de validité juridique l'utilisation, notamment dans les instruments juridiques, de l'une ou l'autre des deux unités de la monnaie unique, ont posé que, durant la période transitoire, il n'y aurait ni interdiction ni obligation d'utiliser l'euro. L'article 8-1 a précisé les contours de ce principe en imposant l'utilisation de l'unité choisie pour libeller les instruments juridiques, en particulier les contrats, pour l'exécution de tous les actes exigés par l'exécution du contrat. Cette précision introduisait une rigidité qui aurait pu nuire gravement à l'utilisation de l'unité euro, à la fluidité des opérations de paiement, aux transactions sur les marchés et aux opérations sur instruments financiers en général.

Outre ce dont les parties conviennent librement en application de l'autonomie de la volonté (article 8-2), le règlement tempère heureusement les termes de l'article 8-1, en prévoyant des dérogations en matière de paiements à distance, d'une part, et en autorisant l'utilisation de la seule unité euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, dans les systèmes de paiements et de règlement-livraison d'instruments financiers et sur les marchés d'instruments financiers, d'autre part. La préoccupation était double : non seulement permettre une véritable utilisation de l'euro dans les paiements scripturaux et les transactions financières de marché, mais aussi permettre l'émergence, dès l'introduction de l'euro, d'une masse d'opérations directement libellées et exécutées en euros, tout particulièrement dans les secteurs des systèmes interbancaires de paiement et de règlement et de livraison d'instrument financiers ainsi que sur les marchés de négociation de ces instruments, particulièrement sensibles au changement de monnaie. Ainsi, les sommes à payer par crédit en compte pouvaient être libellées en euros, la conversion étant effectuée, si besoin était <sup>36</sup>, par le teneur de compte, les États pouvaient relibeller les dettes publiques en euros, permettre aux marchés financiers et aux systèmes de règlement, de compensation et d'échange, de fonctionner en euros. Les autres mesures imposant l'utilisation de l'euro ne pouvaient être prises que selon un calendrier fixé par la législation communautaire. Enfin, les opérations de compensation de sommes d'argent pouvaient se faire entre sommes libellées en unités monétaires nationales et en euros.

Ces dispositions communautaires générales ont été complétées par des mesures nationales spécifiques. Ainsi, pendant la période transitoire, les articles L. 113-1 et L. 113-2 du *Code monétaire et financier*, ont autorisé les marchés financiers à effectuer, dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, le règlement de leurs transactions exclusivement en euros et précisé qu'aucune contestation fondée sur le seul fait que les opérations réalisées étaient exécutées en unité euro ne pouvait être accueillie. L'article L. 113-6 a précisé qu'un paiement en euro libérait bien le débiteur, nonobstant l'écart qui pouvait résulter de la conversion.

En outre, les États membres participants devaient assurer qu'aucun obstacle juridique n'empêcherait la libre utilisation de l'unité euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999. C'est pourquoi le législateur a expressément autorisé, par dérogation à l'article 16 de l'ancien Code de Commerce, l'établissement des documents comptables en euros <sup>37</sup>. Il s'agissait, en effet, d'une mesure tout à fait fondamentale pour l'utilisation de l'euro comme unité de compte.

<sup>36</sup> C'est-à-dire si le compte était tenu en unité monétaire nationale

<sup>37</sup> Article 16 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

*Pendant la période transitoire, si le client pouvait demander que son compte continue d'être tenu en francs, il ne pouvait pas, en revanche, contraindre son banquier à rester lui-même dans un environnement en franc et à conserver la comptabilité et les chaînes de traitement de son compte en francs. Au demeurant, le banquier avait l'obligation envers la clientèle d'assurer la continuité du service de tenue de compte en effectuant en temps et heure le basculement dans l'unité euro, au plus tard le 31 décembre 2001, de ses chaînes de traitement informatiques. Il avait donc l'initiative du basculement dans la mesure où le client ne le lui demandait pas antérieurement.*

*La convention de compte porte sur une offre de services que le banquier peut faire évoluer et modifier et est le plus souvent à durée indéterminée. Pour certains, il s'agissait d'une simple adaptation du service rendu par la banque ; en faveur de cette thèse, le principal argument résidait dans le fait que, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, la monnaie, en France, était l'euro. Selon cette approche, le basculement n'aurait nécessité aucune démarche particulière vis-à-vis de la clientèle, sous réserve bien entendu d'une information appropriée. Pour d'autres, il y avait une véritable modification de la convention et il convenait alors que les parties se mettent d'accord expressément sur le changement anticipé de l'unité monétaire dans laquelle était tenu le compte.*

*En pratique, les banques ont retenu une solution proche de la première thèse, en laissant toutefois à leurs clients la possibilité, soit de résilier leur convention de compte, soit de demander un basculement plus tardif s'ils refusaient le basculement anticipé. Une attention particulière a été portée à la situation des entreprises, compte tenu des éléments signalés plus haut. En fait, les clients qui n'avaient pas anticipé eux-mêmes le basculement l'ont accepté aux dates prévues par les établissements bancaires.*

La fin de la période transitoire a naturellement mis fin à la possibilité d'utiliser l'une ou l'autre unité de l'euro : l'unité monétaire nationale franc a disparu. Elle ne peut plus, en aucun cas, servir à libeller un instrument juridique, notamment un instrument de paiement, en particulier, un chèque <sup>38</sup>.

### 3.3.1. Les mesures de retrait des billets et pièces en francs

Pendant la période transitoire, le cas des billets et pièces est particulier : les billets et pièces en euros n'existaient pas encore. Seuls les billets et pièces en unités monétaires nationales pouvaient être utilisés. L'article 9 du règlement du 3 mai 1998 a prévu que les billets et pièces en unités monétaires nationales conservaient le cours légal qu'ils avaient avant l'avènement de l'euro, dans leurs limites territoriales. Il en résulte que les billets et pièces en francs étaient les seuls billets et pièces de la monnaie unique qui avaient cours légal en France, jusqu'au 31 décembre 2001.

En dépit de la disparition des unités monétaires nationales, les billets et pièces libellés en unités monétaires nationales, ont pu continuer d'avoir cours légal et de circuler, pour des raisons essentiellement matérielles, pendant quelques semaines au-delà du 1<sup>er</sup> janvier 2002, concomitamment aux billets et pièces en euro qui ont fait leur apparition le 1<sup>er</sup> janvier à minuit. En fait, les billets et pièces en francs ne sont plus, après le 1<sup>er</sup> janvier 2002, que des signes monétaires en euros qu'il convient d'utiliser en les « lisant » comme s'ils étaient directement libellés en euros, après application du taux de conversion.

<sup>38</sup> Voir l'étude « Le régime juridique de la monnaie en France après le 31 décembre 2001 », P. de Lapasse, publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 90 de juin 2001 ; version anglaise dans le *Digest* de septembre 2001

L'article 15 du règlement du 3 mai prévoit la suppression du cours légal des billets et pièces en unités nationales au plus tard fin juin 2002. En pratique, les ministres des finances se sont entendus, lors du sommet de Turku, pour limiter ce délai à fin février avec la possibilité pour les États de prendre les mesures nécessaires pour faciliter leur retrait.

La France, ainsi que l'Italie, la Belgique et le Luxembourg ont donc adopté des mesures de marquage des anciens billets nationaux <sup>39</sup>. En effet, le retrait de ces billets conduisait les professionnels de la filière fiduciaire (établissements de crédit, sociétés de transport de fonds,...) à détenir d'importantes encaisses de billets, situation génératrice de risques en termes de sécurité. Le marquage des billets a visé à réduire ces risques en rendant les billets, qui de toutes manières étaient destinés à la destruction, inutilisables pour les paiements.

Si les mesures d'introduction des billets et pièces en euros devaient nécessairement être harmonisées, en revanche, les billets et pièces en unités monétaires nationales pouvaient être retirées selon des modalités différentes : date, durée d'échange, nature juridique de la décision de retrait.

L'article 15 précité ne précisant pas les modalités de retrait du cours légal des billets et pièces, ce sont les règles nationales qui continuent de s'appliquer puisque l'article 6 du même règlement précise que, sous réserve des dispositions du présent règlement, le droit monétaire des États membres participants continue de s'appliquer. L'article 16 prévoit expressément que les modalités d'échange des billets et pièces sont fixées conformément aux lois et pratiques des États membres participants. L'article L.122-1, deuxième alinéa, du Code monétaire et financier prévoit que le cours légal d'un type déterminé de billets libellés en francs peut, sur proposition de la Banque de France, être supprimé par décret. Le Conseil général de la Banque de France a donc décidé, le 13 décembre 2001, de proposer la suppression du cours légal de tous les billets en francs à compter du 18 février 2002, ce qui fut l'objet du décret n°2002-192 du 14 février 2002. Pour les pièces en francs, leur cours légal résultant des textes qui les ont créées (décrets en général), c'est le décret n° 2002-191 du 14 février 2002 qui a porté suppression de leur cours légal à compter du 18 février 2002.

<sup>39</sup> Pour la France, le décret n° 2001-933 du 12 octobre 2001

Le cadre juridique de l'euro, élaboré par les États membres participants et les institutions communautaires et complété au niveau national, a été appliqué sans difficulté par les agents économiques qui ont su l'utiliser de manière à réaliser un passage efficace à l'euro, dans le respect des partenaires économiques. Il en résulte que très peu de litiges ont été portés devant les tribunaux à ce jour.

La coexistence des unités monétaires nationales et de l'unité euro a pu cependant, donner naissance à des erreurs sur le libellé des instruments juridiques, notamment en matière de paiements. Par exemple, les manipulations des terminaux de paiement pour les cartes bancaires, afin de permettre les paiements en unité euro, ont provoqué des erreurs que commerçants et consommateurs ont généralement réglé à l'amiable. Dans ce même ordre d'idées, la profession bancaire a mis à la disposition de la clientèle des formules de chèques pré-imprimées en euros, afin d'éviter de telles erreurs ou confusions sur l'unité monétaire. Comme lors du passage au nouveau franc, il faut donc s'attendre à quelques cas de contentieux dit « de l'erreur ». En revanche, il est d'un grand intérêt de noter que le passage à l'euro n'a pas suscité de contentieux au fond sur la définition même de la monnaie ou sur la continuité de l'exécution des instruments juridiques. Globalement, le droit monétaire a pleinement joué son rôle.



## Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire

*Les facteurs financiers interviennent dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire à deux titres : les variations de prix d'actifs, qui donnent éventuellement lieu à des effets de richesse, et l'existence d'une prime de financement externe et de contraintes de crédit à l'origine d'un canal large de crédit. L'influence de ces facteurs a, notamment, été mise en lumière dans les travaux sur l'économie américaine (Bernanke, Gertler et Gilchrist [1999]).*

*Or, les évolutions de structures financières que les pays de la zone euro ont connues au cours des vingt dernières années (déréglementation et innovation financières, essor des nouvelles technologies de l'information et des communications, privatisations et accroissement de la détention d'actions par les ménages) ont tendu à les rapprocher de celles des États-Unis ou, plus généralement, des pays anglo-saxons. Néanmoins, les études empiriques ne permettent pas toujours d'y faire clairement ressortir des effets de richesse.*

*Par ailleurs, par rapport aux pays anglo-saxons, une intermédiation financière plus forte dans la zone euro porte à y attendre une place plus importante pour le canal large du crédit, au détriment du canal du taux d'intérêt. La confrontation d'un modèle théorique d'accélérateur financier, incorporant ces deux canaux et de représentations de la zone euro sous forme de modèles VAR, ne permet pourtant pas d'établir de façon certaine la présence d'effets financiers dans la zone. Néanmoins, l'analyse de la relation entre activité économique et spreads de crédit, utilisés comme indicateurs de la prime de financement externe, semble y accréditer le jeu d'un canal large de crédit.*

*Le rôle limité des facteurs financiers dans le mécanisme de transmission, au moins dans la zone euro, n'incite pas à leur impartir, en temps normal, un rôle important dans la conduite de la politique monétaire. De plus, la fixation des taux d'intérêt dans une perspective de stabilisation financière pourrait être générateur de risque moral et de conflit d'objectifs, la priorité revenant à la stabilité des prix des flux de biens et services. Dans ces conditions, il convient de disposer d'instruments et de procédures aptes à contenir les effets dommageables de l'instabilité financière liés, notamment, au caractère procyclique de l'activité bancaire et aux imperfections et asymétries d'information sur les marchés financiers.*

Laurent CLERC

*Direction des Études économiques et de la Recherche*  
Service d'Études sur les politiques monétaire et financière

Christian PFISTER

*Direction générale des Études et des Relations internationales*  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*

NB : Les opinions exprimées dans cet article, qui a été présenté à la réunion d'automne 2002 des économistes de banques centrales à la Banque des règlements internationaux, sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les positions de la Banque de France.

## 1. Le rôle des facteurs financiers dans les canaux de transmission

On peut regrouper les principaux facteurs financiers intervenant dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire sous deux rubriques. La première fait intervenir les prix d'actifs (actions, immobilier)<sup>1</sup>. La seconde dérive de l'existence d'une prime de financement externe et de contraintes de crédit ; elle est à l'origine du cycle du crédit<sup>2</sup>. Il existe, par ailleurs, un lien étroit entre ces deux rubriques, *via* les garanties exigées pour l'octroi de crédits ; cet aspect est traité ici sous la deuxième rubrique.

### 1.1. Les prix d'actifs

À long terme, la politique monétaire peut influencer le niveau des prix d'actifs. Ainsi, une politique monétaire crédible contribue à diminuer l'incertitude et donc les primes de risque, accroissant finalement le potentiel de croissance et donc les prix d'actifs<sup>3</sup>. Néanmoins, du point de vue du mécanisme de transmission, ce sont les effets à court terme de la politique monétaire sur les variations de prix d'actifs qui doivent être pris en compte. Ces effets sont doubles : une modification de taux d'intérêt, surtout lorsqu'elle n'est pas anticipée, agit sur les anticipations de croissance et sur les taux d'actualisation des revenus futurs attachés à la détention d'actifs (actions et immobilier). La variation de prix d'actifs qui en découle influence les comportements de dépense des entreprises et des ménages.

Une variation des cours des actions peut avoir un impact sur l'investissement des entreprises *via* le « q de Tobin » et sur la consommation des ménages *via* l'effet de richesse. S'agissant du « q de Tobin »<sup>4</sup>, une augmentation de cours des actions, suite à une baisse des taux, apprécie le capital installé par rapport au capital nouveau (donc augmente le « q de Tobin ») et stimule l'investissement des entreprises. S'agissant de l'effet de richesse, selon la théorie du cycle de vie<sup>5</sup>, les ménages « lissent » le niveau de leur consommation en fonction de leur revenu courant, mais aussi de leur richesse ; une hausse de cours des actions, augmentant leur richesse, les incite donc à consommer davantage<sup>6</sup>.

De la même manière que l'augmentation du cours des actions stimule l'investissement des entreprises, celle des prix de l'immobilier soutient la dépense en logement, puisque faire construire devient plus rentable qu'acheter un logement ancien. En outre, la hausse des prix de l'immobilier accroissant le patrimoine des ménages, elle peut, elle aussi, être à l'origine d'un effet de richesse.

<sup>1</sup> Mishkin [2001]

<sup>2</sup> Clerc [2001]. À noter que c'est dans ce sens restreint que les travaux de la Banque centrale européenne sur le mécanisme de transmission dans la zone euro interprètent l'expression « facteurs financiers » (voir par exemple Angeloni et alii [2001]).

<sup>3</sup> Banque centrale européenne [2002]

<sup>4</sup> Tobin [1969]

<sup>5</sup> Modigliani [1971]

<sup>6</sup> À noter toutefois que, selon Lettau et Ludvigson [2001], malgré l'importance et la persistance des chocs sur la richesse nette des ménages, par ailleurs attribuables aux variations des cours des actions, la consommation des ménages n'est fonction que des composantes permanentes de leur richesse et de leur revenu. Dans ces conditions, il n'y aurait pas de place pour un effet de richesse dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.



## 1.2. La prime de financement externe et les contraintes de crédit

En dépit des progrès considérables accomplis au cours des deux dernières décennies, notamment en matière de mise à disposition d'informations comptables et financières, les marchés financiers restent caractérisés par l'existence d'imperfections et d'asymétries d'information. Les déboires ou faillites récentes, en Europe et aux États-Unis, et la rapidité avec laquelle des rumeurs de crise de liquidité se répandent montrent la difficulté pour les créanciers d'apprécier les comptes, mais également la valeur réelle des actifs des entreprises, tout comme la qualité et le degré de risque associés à leurs projets d'investissement.

### 1.2.1. La prime de financement externe

La prime de financement externe a plusieurs origines. En premier lieu, une entreprise en quête de financement externe de préférence au recours à l'autofinancement supporte non seulement des coûts de transaction, mais également des coûts de recherche et de rédaction de contrat. En deuxième lieu, les contrats d'endettement introduisent la possibilité, pour les créanciers, d'exercer un contrôle sur l'entreprise. Le problème des coûts de vérification exposé par Townsend [1979], où le prêteur doit payer un coût d'audit fixe pour évaluer le rendement réalisé par l'emprunteur, est l'une des raisons pour lesquelles le financement externe non garanti peut être plus onéreux que l'autofinancement.

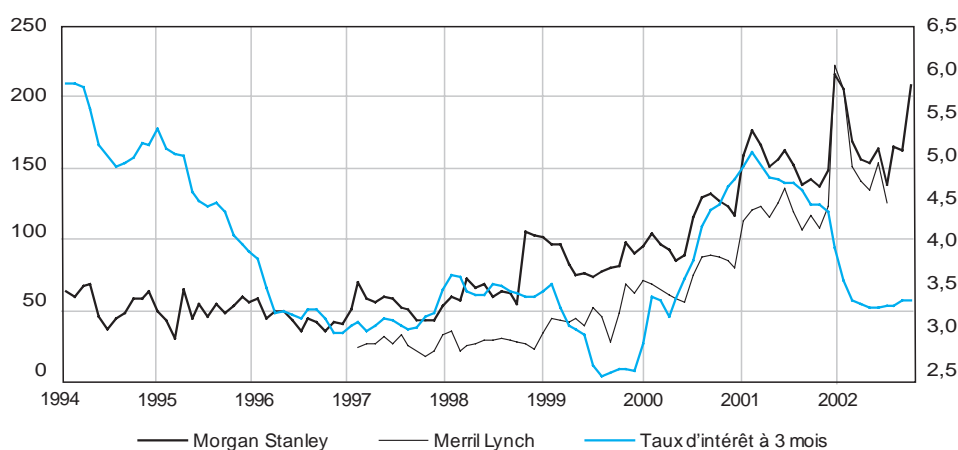
Le coût du financement externe dépend, entre autres facteurs, de la politique monétaire, par effet direct d'une part, car la prime de financement s'exprime comme la somme d'un taux sans risque lié au taux directeur, et d'un facteur de risque spécifique à l'entreprise ; par effet indirect d'autre part, car la hausse des taux directeurs diminue la valeur des garanties ou la richesse nette des entreprises : lorsqu'il n'a pas été anticipé, un durcissement monétaire réduit les flux de revenus futurs de l'entreprise et augmente le taux d'actualisation servant à déterminer la valeur présente de tels flux. En outre, des taux d'intérêt plus élevés alourdissent les contraintes financières sur les entreprises les plus fragiles et, partant, leur probabilité de défaut, contribuant ainsi à accroître la prime de financement.

Cette prime de financement peut être évaluée en observant la différence entre le taux des obligations émises par les entreprises les moins bien notées (notation BBB) et celui des entreprises disposant de la meilleure signature (AAA). Elle est ici désignée par le terme « *spread* de crédit ».

Le graphique 1 illustre la relation entre taux d'intérêt et prime de financement externe dans la zone euro. Le taux d'intérêt considéré est le taux interbancaire à trois mois (taux allemand comme représentatif de la zone euro avant 1999, Euribor ensuite).

Il semble exister une relation étroite entre les taux d'intérêt et les *spreads* de crédit durant la période sous revue. Toutefois, cette relation se dégrade en fin de période, en raison probablement de la forte incertitude qui a prévalu sur les perspectives économiques.

Graphique 1  
Taux d'intérêt et *spreads* de crédit



### 1.2.2. Les contraintes de financement

Les contraintes de financement surviennent parce que les bailleurs de fonds ne peuvent obliger les emprunteurs à rembourser leur dette dès lors que cette dernière n'est pas garantie. Ils réduisent donc le montant des fonds qu'ils souhaitent prêter, créant ainsi une forme de rationnement du crédit.

En outre, si le capital humain de l'entreprise est indissociable du capital physique <sup>7</sup>, la valeur d'un projet d'investissement peut excéder sa valeur récupérable en cas de défaillance. Dans ce cas, le chef d'entreprise peut menacer de répudier le contrat en retranchant son capital humain. Ainsi, les bailleurs de fonds, conscients que le contrat pourra être renégocié, limiteront l'octroi de financement à la valeur actualisée des garanties. Ce mécanisme est au cœur des modèles récents d'équilibre général du cycle du crédit <sup>8</sup>. Il introduit une interaction spécifique entre prix d'actifs et contraintes de crédit, dans la mesure où les plafonds de crédit de l'emprunteur sont déterminés par le prix des actifs utilisés comme garantie et, de façon plus générale, par la richesse nette de l'emprunteur. Parallèlement, toutefois, comme l'ont souligné Kiyotaki et Moore [1997], les prix d'actifs sont également influencés par l'ampleur des contraintes de crédit. Cette interaction constitue un puissant mécanisme de transmission par lequel les effets des chocs persistent, s'amplifient et se propagent.

<sup>7</sup> Hart et Moore [1994]

<sup>8</sup> Kiyotaki et Moore [1997] ; Bernanke, Gertler et Gilchrist [1999]

## 2. Quel constat dans la zone euro ?

### 2.1. Prix d'actifs et effets de richesse

Plusieurs facteurs ont eu pour effet de rapprocher les structures financières de la zone euro de celles des États-Unis ou, plus généralement, de celles des pays anglo-saxons du G7 (États-Unis, Canada, Royaume-Uni) : la libéralisation financière, la détention croissante d'actions par les ménages, la « nouvelle économie » et, enfin, des évolutions propres au secteur financier. Néanmoins, les études empiriques ne permettent pas toujours de faire clairement ressortir des effets de richesse dans la zone euro, pour des raisons qui sont discutées à l'occasion de l'examen de chacun de ces facteurs.

#### 2.1.1. Libéralisation financière

Un effet attendu de la déréglementation financière intervenue dans les pays de l'OCDE depuis la fin des années 1970 est de favoriser l'accès à la propriété du logement et au crédit, à travers la mobilisation des actifs détenus, eux-mêmes mieux valorisés. Des effets de richesse pourraient ainsi se développer. Néanmoins, une étude récente de l'OCDE<sup>9</sup> portant sur les pays du G7, hors Allemagne, ne fait pas ressortir d'effet de la libéralisation financière dans les pays d'Europe continentale (France, Italie) avant le début des années 1990. En outre, l'impact le plus sensible sur la relation entre consommation et richesse des ménages — prise globalement ou par composantes : financière, immobilière et autre — concerne le long terme tandis que l'on ne constate pas d'effet marqué sur les relations dynamiques.

Cet impact aurait donc consisté en un relâchement des contraintes de liquidité, amenant un accroissement du niveau de la consommation, davantage qu'il n'aurait affecté le comportement à court terme des consommateurs, ce qui aurait reflété un effet de richesse. Comme l'indiquent les auteurs, ces résultats peuvent néanmoins découler de ce que la libéralisation financière est intervenue plus tardivement et plus progressivement en France et en Italie que dans les pays anglo-saxons.

#### 2.1.2. Détention d'actions

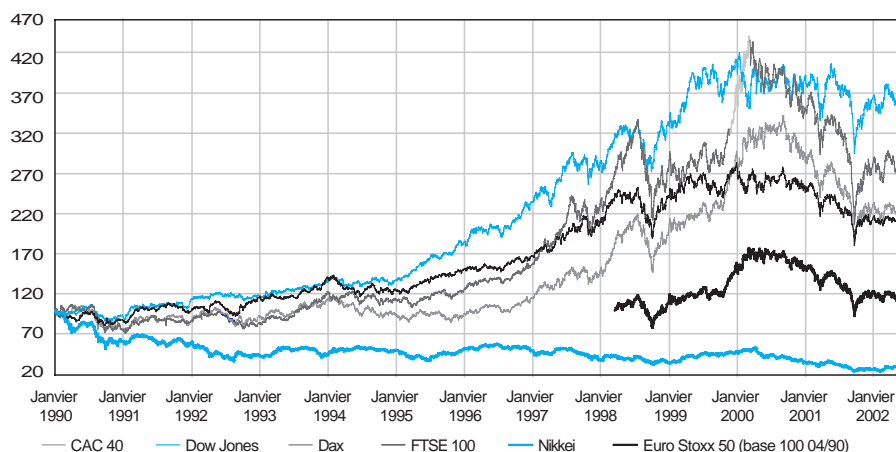
L'augmentation générale des cours (graphique 2) et la diffusion de la détention d'actions (tableaux 1 et 2), à la faveur à la fois de la libéralisation financière et des privatisations d'entreprises publiques, se sont traduites par un accroissement des patrimoines financiers des ménages au cours des années 1990 dans les pays de la zone euro.

<sup>9</sup> Boone, Girouard et Wanner [2001]

Graphique 2

## Principaux indices boursiers dans les années 1990

Indice boursiers (base 100-1990)



Source : Banque de France

Tableau 1

**Pourcentage des actifs financiers détenus directement sous forme d'actions par les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages**

	1991	1999
Allemagne	10,9	20,5
France	44,5	46,7
Italie	20,6	43,3
Royaume-Uni	17,7	22,8
États-Unis	16,9	32,9

Tableau 2

**Pourcentage de détenteurs d'actions**

	1995	2000
Allemagne	6,2 (a)	9,8
France	12,0 (a)	12,7
Italie	5,0	7,8 (c)
Royaume-Uni	22,8 (b)	23,3 (d)
États-Unis	15,2	19,2 (c)

(a) 1997 (b) 1993 (c) 1998 (d) 1996

Source des tableaux 1 et 2 : Norman, Sebastia-et Weeken

Néanmoins, la propension marginale à consommer la richesse financière reste plus faible en Allemagne, en France et en Italie qu'aux États-Unis, ce qui peut refléter un patrimoine financier moins important, mais aussi une concentration plus forte de la détention d'actions parmi les titulaires de hauts revenus et aux tranches d'âge

les plus élevées <sup>10</sup>. Au-delà, il est permis de se demander si les effets de richesse ne sont pas davantage attachés à la détention d'un patrimoine immobilier qu'à celle d'un portefeuille d'actions, dans la mesure notamment où les cours des actions sont, en général, plus volatils que les prix de l'immobilier et où la richesse foncière est moins concentrée parmi les hauts revenus. De fait, une étude récente portant sur un échantillon de 14 pays au cours des 25 dernières années — ainsi que sur un échantillon d'États américains — fait apparaître, sur l'ensemble des régions étudiées, des effets de richesse importants liés au patrimoine immobilier tandis que ces effets ne sont pas clairs pour le patrimoine investi en actions <sup>11</sup>. Ces conclusions sont confirmées par le Fonds monétaire international dans sa dernière livraison des *Perspectives économiques mondiales* qui montre aussi que les effets de richesse sont, certes, davantage présents dans les économies « à financement de marché » (États-Unis, Royaume-Uni, Australie, Canada, Irlande, Pays-Bas, Suède) que dans les pays « à financement bancaire » (Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Allemagne, Italie, Norvège, Japon), mais qu'ils s'accroissent partout <sup>12</sup>.

### 2.1.3. « Nouvelle économie »

Le développement de la « nouvelle économie » peut avoir contribué à un rapprochement des structures et comportements financiers entre les États-Unis et la zone euro pour deux sortes de raisons :

- les comportements d'investissement et de financement sur les marchés sont comparables dans le secteur des technologies, des médias et des télécommunications — TMT — entre les pays du G7, alors que l'on constate bien un lien entre variation de cours des valeurs des autres secteurs et investissement — signe du fonctionnement d'un « q de Tobin » — dans les pays anglo-saxons, mais pas dans les pays d'Europe continentale <sup>13</sup> ;
- l'impact des variations de cours des valeurs TMT en termes d'effets de richesse est comparable en Europe continentale et dans les pays anglo-saxons tandis que, pour les valeurs des autres secteurs, il est plus faible en Europe continentale <sup>14</sup>.

Il semble néanmoins difficile de tirer des conclusions fortes de ces constats pour deux sortes de raisons : les caractéristiques des entreprises de la « nouvelle économie », notamment la rentabilité extrêmement incertaine des investissements, qui se traduisent par des comportements financiers spécifiques <sup>15</sup>, et les différences entre les capitalisations boursières en valeurs TMT selon les pays (en mars 2001, 8 % du PIB en Allemagne, 18 % aux Pays-Bas et 24 % en France, contre 33 % aux États-Unis et 35 % au Royaume-Uni, selon Edison et Sløk [2001 a]).

<sup>10</sup> Norman, Sebastia-Barriel et Weeken [2002]

<sup>11</sup> Case, Quigley et Shiller [2001]

<sup>12</sup> Fonds monétaire international [2002]

<sup>13</sup> Edison et Sløk [2001 b]

<sup>14</sup> Edison et Sløk [2001 a]

<sup>15</sup> Direction générale des Études et des Relations internationales [2002]

#### 2.1.4. Secteur financier

Enfin, le secteur financier de la zone euro a connu, au cours des années récentes, un certain nombre de changements structurels qui ont tendu à le rapprocher de son homologue américain. Parmi ces évolutions, la plus manifeste est le changement d'échelle lié à l'introduction de la monnaie unique, qui a contribué à fortement homogénéiser les marchés nationaux et les a même unifiés pour le marché monétaire. D'autres évolutions significatives concernent le développement de la concurrence, liée à l'introduction de la monnaie unique, mais aussi à la création du marché unique, et celui encore lent de la titrisation. Enfin, à travers les technologies de l'information et de la communication, dont le secteur financier est un gros utilisateur, la « nouvelle économie » a aussi affecté le fonctionnement du secteur financier de la zone euro, comme ceux des autres grands pays développés. Il est toutefois probable que l'ensemble de ces évolutions a davantage contribué à renforcer le canal des taux d'intérêt, à travers une propagation plus rapide et plus large des modifications de taux directeurs, que le rôle des facteurs financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

### 2.2. Asymétries d'information, contraintes de liquidité et prime de financement externe

#### 2.2.1. Une illustration théorique à partir d'un modèle d'accélérateur financier

Deux des caractéristiques principales du dernier cycle économique, observées dans la plupart des pays développés sont, premièrement, son degré de persistance, car la seule phase de croissance, entamée au milieu des années 1990, a été d'une durée généralement proche de celle d'un cycle « normal » d'activité ; deuxièmement, son ampleur, car les taux de croissance enregistrés ont été durablement supérieurs au taux de croissance potentiel de ces économies. Si une explication par des facteurs technologiques a pu être avancée dans le cas des États-Unis, la difficulté à mettre en évidence un impact significatif des nouvelles technologies sur l'activité économique dans la plupart des autres économies, notamment la zone euro, suggère la présence d'autres facteurs.

Parallèlement, il est intéressant de noter que la plupart des travaux consacrés au mécanisme de transmission de la politique monétaire se heurtent à deux difficultés majeures : la première tient aux faibles élasticités de l'investissement productif et de la consommation des ménages aux taux d'intérêt, telles qu'elles ressortent des estimations économétriques ; la seconde, à l'incapacité relative des approches théoriques à rendre compte du degré d'amplification et de persistance des chocs, notamment de politique monétaire. Or, un courant récent de la littérature cherchant à intégrer les imperfections sur les marchés du crédit dans des modèles de type « cycles réels » parvient, dans une certaine mesure, à répondre à ces difficultés. On est tenté, dès lors, de voir dans les facteurs financiers les sources possibles des phénomènes d'amplification et de persistance des chocs multiples ayant pu affecter la dynamique récente des économies développées.

Le travail de Bernanke, Gertler et Gilchrist [1999] s'inscrit dans un tel courant de pensée (voir encadré ci-dessous).

*L'hypothèse fondamentale retenue par les auteurs est la présence d'imperfections sur les marchés du crédit, prenant la forme d'asymétries d'information et de problèmes liés à l'exécution des contrats, pouvant entraîner des coûts d'agence susceptibles de générer un écart entre le coût de l'autofinancement et le coût du financement externe (prime de financement externe).*

*Au plan théorique, ce modèle intègre certaines caractéristiques essentielles à la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie : il comprend, en effet, des éléments de concurrence monopolistique, au sein de laquelle la fixation des prix repose sur les modalités proposées initialement par Calvo [1983], destinées à intégrer des rigidités nominales. En outre, nous utilisons ce modèle dans une version intégrant des rigidités réelles sous la forme d'un coût d'ajustement du stock de capital et d'un délai entre la décision d'investir et la mise en place effective des équipements productifs.*

*Au sein de ce modèle, deux canaux de transmission de la politique monétaire peuvent être distingués :*

- le canal des taux d'intérêt : ce canal affecte les composantes de la demande sensibles au taux d'intérêt réel : la consommation des ménages tout d'abord, via les effets de substitution intertemporelle ; l'investissement productif ensuite, dans la mesure où une modification du taux d'intérêt directeur affecte le coût du capital. En outre, une modification des taux d'intérêt génère aussi des effets de richesse en modifiant le facteur d'escompte qu'utilisent les agents économiques pour évaluer leur richesse présente. Une baisse des taux directeurs augmente, par exemple, la valeur actualisée des collatéraux, ce qui réduit la prime de financement externe et permet aux agents de financer un supplément de consommation ou d'investissement. Enfin, les taux d'intérêt directeurs affectent directement le coût du capital et pèsent ainsi sur les choix d'investissement des entreprises ;*
- le canal large du crédit qui repose sur l'existence d'une prime de financement externe destinée à répondre aux imperfections présentes sur le marché du crédit et incorpore lui aussi des éléments liés aux effets de richesse. Tout facteur contribuant à une modification de la richesse nette des agents altère cette prime de financement externe et induit un changement dans le niveau des dépenses.*

En partant de ce cadre d'analyse, nous pouvons donc évaluer l'effet amplificateur des facteurs financiers sur le cycle économique. En l'absence de données agrégées sur la zone euro, l'effet de levier est calibré sur données françaises (cf. Chatelain et Teurlai [2000]). Compte tenu de la structure du modèle, cet effet n'affecte que l'investissement des entreprises et la consommation des entrepreneurs. Dans ce dernier cas, le modèle est calibré de sorte qu'un supplément d'un euro dans la richesse nette des agents n'augmente la consommation qu'à hauteur de 2,4 centimes d'euro <sup>16</sup>.

Deux limites importantes du modèle utilisé sont cependant à signaler :

- le canal des taux d'intérêt n'engendre ici aucun effet de revenu pour les ménages. Compte tenu de ce que cet effet joue dans la zone euro de manière perverse, les ménages étant créanciers nets, le canal des taux d'intérêt est donc probablement surévalué dans le modèle ;*

<sup>16</sup> Un tel effet est significativement plus faible que ceux présents dans les estimations économétriques conduites sur les États-Unis où les effets de richesse sont généralement compris entre 3,0 % et 5,5 %.

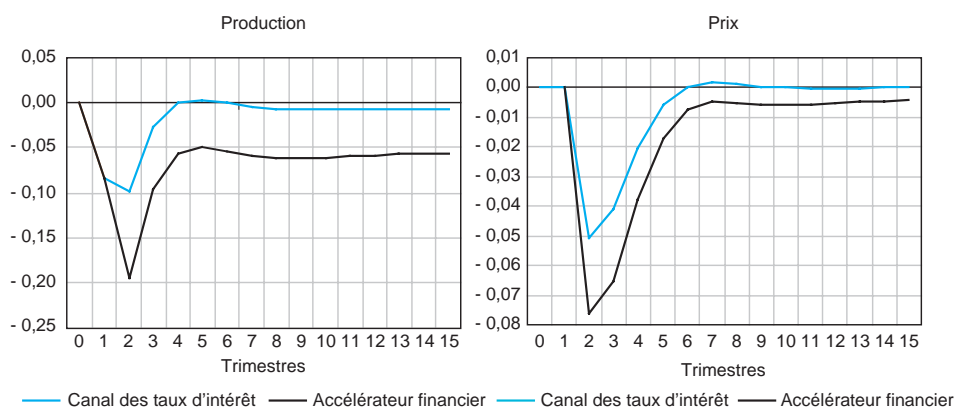


- en outre, le modèle a trait à une économie fermée. Cette hypothèse n'est pas négligeable dans la mesure où, en dépit d'un faible degré d'ouverture, comparable à celui des États-Unis, la zone euro a, néanmoins, paru sensible aux évolutions extérieures. De ce fait, le mécanisme de transmission tel qu'il est ici modélisé est amputé du canal potentiellement puissant du taux de change.

Un tel modèle fournit les réponses suivantes à un choc non anticipé de politique monétaire <sup>17</sup>.

### Graphiques 3

#### Réponses de la production et des prix à un choc ponctuel et non anticipé de politique monétaire



L'existence de rigidités réelles et nominales se traduit par l'apparition d'un décalage d'une à deux périodes entre le moment où survient le choc de politique monétaire et celui où la production et les prix sont respectivement affectés. Toutefois, l'impact maximal est atteint pour ces deux variables dès la seconde période, ce qui semble très rapide, notamment en ce qui concerne les prix. L'effet s'amenuise ensuite peu à peu et les variables retournent progressivement à leur niveau d'équilibre à long terme, traduisant la neutralité de la politique monétaire.

Le mécanisme d'accélérateur financier a deux implications essentielles : la première est l'amplification du choc initial de politique monétaire, tant sur la production que sur les prix, si l'on compare la réponse de ces deux variables à une situation où seul le canal des taux d'intérêt serait effectif ; la seconde implication est, toujours par rapport au seul jeu du canal des taux d'intérêt, de rendre persistant l'impact de ce choc, principalement sur la production.

<sup>17</sup> Ce choc d'un écart-type correspond à un choc sur le taux d'intérêt nominal de l'ordre de 20 points de base.



## 2.2.2. Un rôle pour les facteurs financiers, toutefois difficilement quantifiable

On cherche à évaluer le rôle des facteurs financiers en confrontant deux approches : l'utilisation de modèles VAR, l'analyse de la relation entre *spreads* de crédit et activité économique.

### 2.2.2.1. Les enseignements issus des modèles VAR

Depuis les travaux fondateurs de Sims<sup>18</sup>, la plupart des études consacrées aux mécanismes de transmission de la politique monétaire repose sur une méthodologie VAR. On reprend ici ce type d'approche en considérant les réponses obtenues à partir de deux représentations VAR de la zone euro.

La première s'appuie sur la contribution de Garcia et Verdelhan [2001]. Il s'agit d'un modèle VAR structurel construit sur données trimestrielles agrégées de la zone euro. Le vecteur des variables endogènes comprend la croissance annuelle du PIB de la zone euro et les séries en différence première d'inflation annuelle, de taux d'intérêt à trois mois et de solde budgétaire. Dans ce modèle, les chocs structurels sont identifiés à partir de la méthodologie de Galí [1992] qui permet de distinguer les contraintes de court et de long termes. Les hypothèses retenues sont les suivantes : seul le choc d'offre a un impact à long terme sur le niveau du PIB ; un choc monétaire n'a pas d'effet instantané sur le PIB et le choc budgétaire n'affecte pas instantanément l'inflation ou le taux d'intérêt. On estime ce modèle sur la période 1970-2000, en dépit des limites d'un tel exercice, telles que la présence éventuelle de ruptures structurelles. Les résultats sont présentés dans la première colonne du graphique 4.

La seconde présentation VAR reprend les résultats obtenus par Peersman et Smets [2001]. Le vecteur des variables endogènes est sensiblement différent puisqu'il contient, outre le PIB réel, l'indice des prix à la consommation, le taux d'intérêt nominal à court terme et le taux de change effectif réel. Les chocs structurels sont identifiés par une décomposition de Choleski, les variables étant ordonnées comme spécifié ci-dessus. Cela induit comme contrainte implicite d'identification qu'un choc de politique monétaire n'a pas d'effet instantané sur l'activité ni sur les prix, mais peut, en revanche, affecter le taux de change effectif réel. Ce modèle est estimé en niveau sur données trimestrielles sur la période 1980-1998. Ici encore, seul le choc d'offre est supposé avoir un effet sur le niveau du PIB, traduisant l'hypothèse de neutralité de la politique monétaire. Les résultats des simulations sont présentés dans la deuxième colonne du graphique 4.

Les différences de spécification, d'échantillons et de contraintes de spécification empêchent une comparaison directe des simulations. On peut toutefois s'intéresser au profil des réponses de l'activité et des prix à un choc de politique monétaire non anticipé et comparer ce dernier à celui fourni par le modèle théorique (graphique 3).

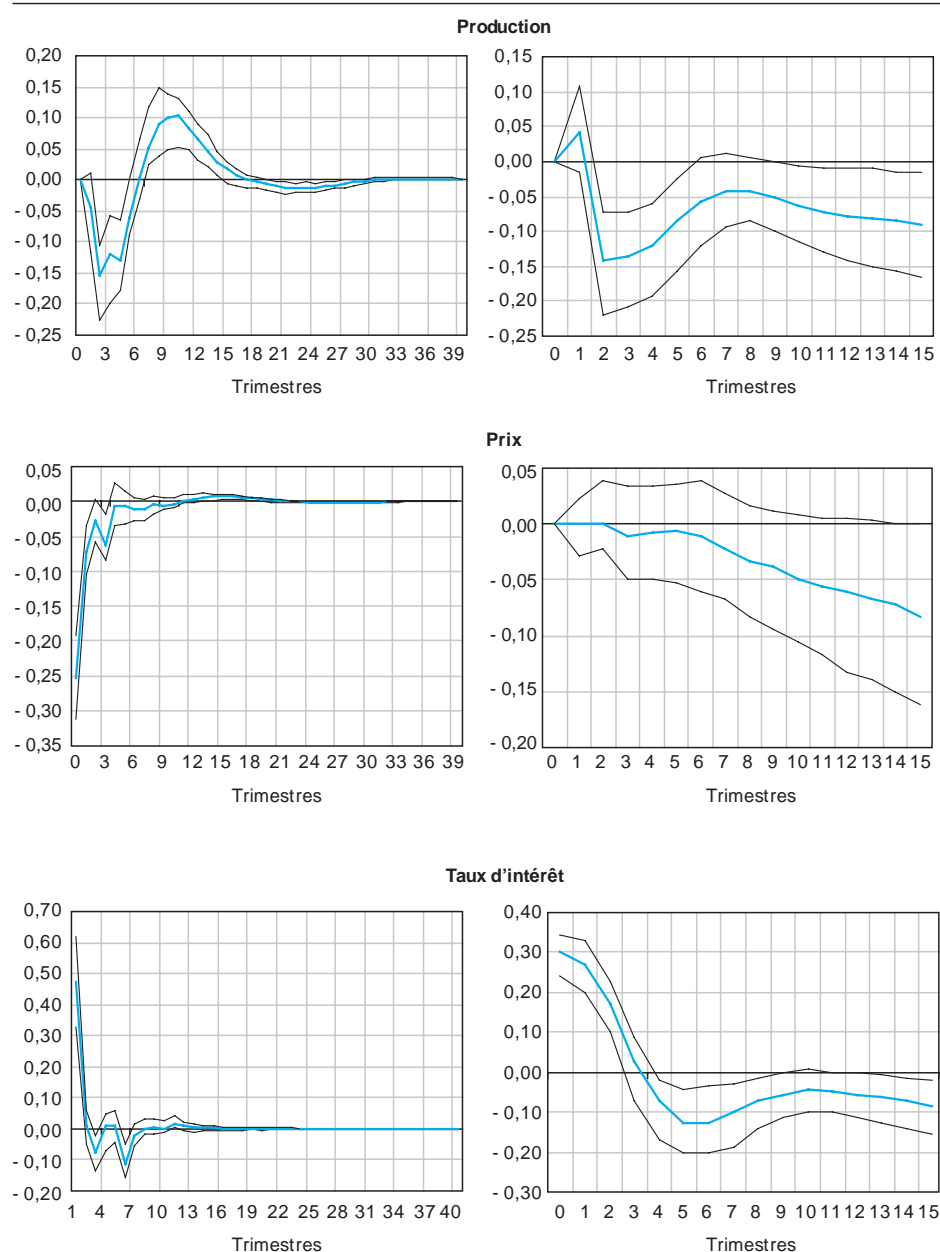
On constate tout d'abord un profil similaire de réponse de la production à un choc non anticipé de politique monétaire. L'impact du choc semble maximal après deux trimestres, le PIB revenant progressivement à son niveau d'équilibre par la

<sup>18</sup> Sims [1972], [1980]

suite. Toutefois, la réponse du premier VAR induit un ajustement du PIB particulier, en raison de la contrainte de neutralité de la politique monétaire sur l'activité à long terme. En termes de profil, cette réponse rappelle celle du seul canal des taux d'intérêt mis en évidence dans le modèle théorique. De plus, le second VAR fait apparaître un effet durable du choc monétaire sur l'activité et, de fait, le profil de la réponse de l'activité est tout à fait comparable à ce que suggérerait la présence d'effets financiers au sein de la zone euro.

#### Graphiques 4

#### Réponses à un choc ponctuel et non anticipé de politique monétaire dans des modèles VAR de la zone euro



Source : Banque de France, d'après Garcia et Verdehlan [2001]

Source : Peersman et Smets [2001]

En termes de prix, la réponse fournie par ces approches alternatives est très différente : si le modèle théorique, avec ou sans accélérateur financier, suggère à l'instar du premier VAR, un retour des prix à leur niveau d'équilibre, le deuxième VAR, met en évidence un effet permanent de la politique monétaire sur les prix. Il est ici difficile de trancher sur l'information émise par ces différentes réponses quant aux mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la zone euro : en effet, les réponses fournies par le modèle théorique ainsi que le premier VAR suggèrent une réponse très rapide des prix. Or, on s'attend *a priori* à un effet plus progressif de l'impulsion de politique monétaire, l'impact maximal étant généralement de l'ordre de quatre à cinq ans dans les modèles macro-économiques<sup>19</sup>. En outre, la plupart des travaux montrent également un retour progressif des prix à leur niveau d'équilibre. Les résultats présentés par Peersman et Smets ne permettent pas de juger si ce retour vers la situation initiale s'opère ensuite, les simulations n'étant présentées que sur quinze trimestres.

Au total, les prédictions du modèle théorique ne semblent pas atypiques, notamment lorsque ce dernier intègre les facteurs financiers. On ne peut donc rejeter complètement l'hypothèse de la présence d'effets financiers dans la zone euro, sans pour autant pouvoir l'établir de façon définitive.

#### 2.2.2.2. *Examen de la relation entre spreads de crédit et activité économique*

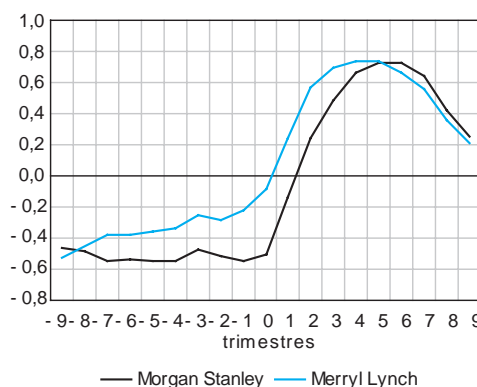
Les *spreads* de crédit donnent une mesure approchée des primes de financement externe des entrepreneurs : l'expérience montre que, en cas de durcissement monétaire, le coût de financement externe des entreprises s'accroît plus que proportionnellement au resserrement des taux directeurs, reflétant l'augmentation des probabilités de défaillance. Dans ces conditions, on peut envisager un mécanisme d'amplification du cycle d'activité, qui serait matérialisé par un lien de causalité entre élargissement des *spreads* de signature et évolution de l'activité et de l'inflation futures. Pour vérifier cette hypothèse, nous adoptons successivement deux approches. Premièrement, nous procédons au calcul de corrélations croisées et à la réalisation de tests de causalité au sens de Granger. Deuxièmement, nous observons les résultats fournis par de petits modèles VAR.

##### *Calcul de corrélations croisées*

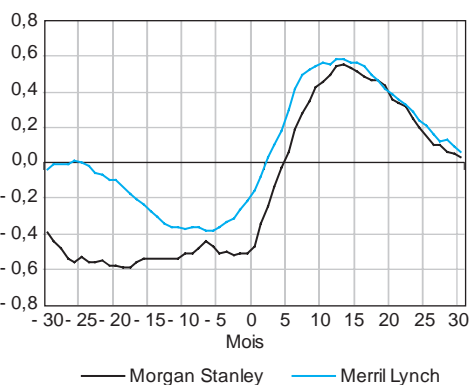
Des corrélations croisées sont calculées entre les *spreads* de crédit, décalés de plusieurs périodes, et des indicateurs de croissance de l'activité. Pour ces derniers, nous avons retenu le glissement annuel de l'indice de la production industrielle (données mensuelles) ainsi que celui du PIB agrégé de la zone euro (données trimestrielles). Les graphiques 5 et 6 présentent ces corrélations croisées.

<sup>19</sup> Van Els, Locarno, Morgan et Villetelle [2001]

Graphique 5  
Corrélations croisées  
entre *spreads* (bbb-aaa)  
et croissance du PIB



Graphique 6  
Corrélations croisées  
entre *spreads* de crédit et  
croissance de la production industrielle

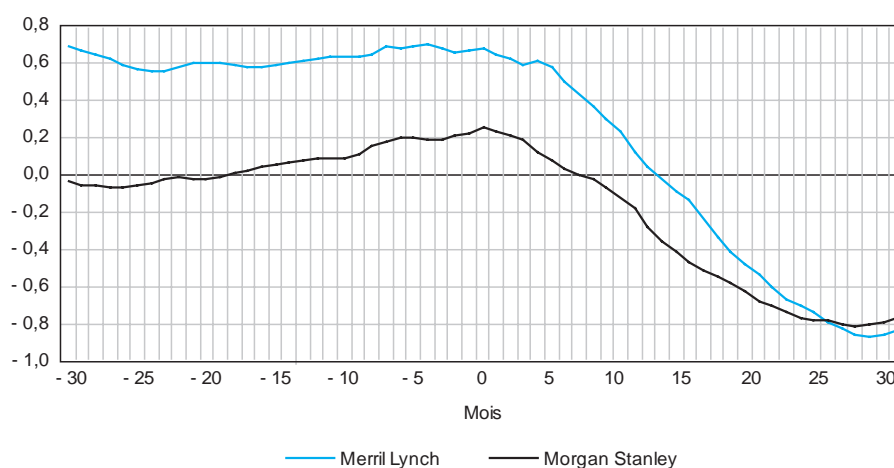


Dans l'un comme l'autre cas, les *spreads* constituent bien des indicateurs avancés de l'activité. La corrélation est négative pour les périodes retardées : un *spread* qui s'accroît indiquerait donc un tassement futur de l'activité et, inversement, une fermeture des *spreads* une accélération de la croissance future. La corrélation maximale, proche de  $-0,6$ , est obtenue pour des *spreads* retardés de 15 à 20 mois. Une interprétation possible est que les primes de risque exigées par les investisseurs seraient réduites lorsque leurs anticipations de croissance ou d'activité s'améliorent.

Si l'on considère également que les séries de *spreads* dont nous disposons ont un profil identique, le graphique 6 semble indiquer une diminution du contenu en information des *spreads* en ce qui concerne la production industrielle pour les horizons les plus éloignés : les corrélations obtenues à partir des séries fournies par Merrill Lynch sur la période (1999-2002) apparaissent nulles pour des retards supérieurs à 20 mois, alors qu'elles sont significatives sur les données fournies par Morgan Stanley (corrélations calculées sur la période 1994-2002). En revanche, les performances sont comparables à l'horizon d'une année.

En procédant au même exercice avec le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro (IPCH), rétropolé sur la période 1994 à 2002, on obtient les corrélations représentées ci-après.

Graphique 7  
Corrélations croisées entre *spreads* de crédit et inflation



Cette fois, les corrélations apparaissent positives pour les périodes retardées (*spread* Merrill Lynch) et négatives pour les périodes avancées au-delà d'un horizon d'environ un an (Morgan Stanley et Merrill Lynch) et paraissent se renforcer sur la période récente. En effet, le coefficient de corrélation est quasi nul si l'on considère le *spread* obtenu à partir des données fournies par Morgan Stanley, tandis qu'il apparaît significativement positif (0,6) à partir des corrélations calculées sur une période plus récente (*spread* Merrill Lynch). Les *spreads* de crédit constituent donc également des indicateurs avancés de l'inflation. Les corrélations obtenues peuvent s'expliquer ainsi : dans les périodes d'accélération de l'inflation ou lorsque les agents économiques anticipent une remontée de cette dernière, ils exigeraient des primes de risque plus importantes pour procéder à un investissement en obligations privées de type *corporate*.

L'analyse des corrélations peut être prolongée par une recherche de liens de causalité (voir annexe 1 – tests de causalité au sens de Granger).

Ces tests confirment les résultats obtenus précédemment, quoique de façon plus nuancée. On note tout d'abord une différence importante selon le *spread* utilisé, qui provient pour l'essentiel du fait que les tests sont conduits sur une période différente en raison de la disponibilité des données (1994-2002 pour les séries fournies par Morgan Stanley, 1999-2002 pour Merrill Lynch).

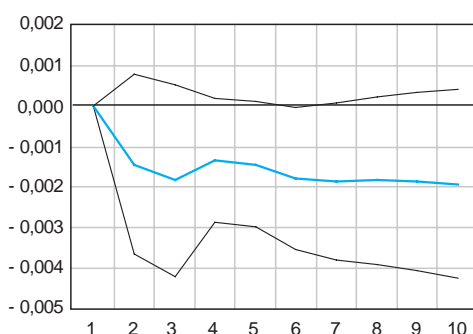
On constate ensuite la forte sensibilité des résultats au nombre des retards retenus, témoignant de la fragilité des liens de causalité mis en évidence au sens de Granger. Le tableau 3 (annexe 1) paraît établir que les *spreads* sont, avant tout, le reflet des conditions économiques en cours ou passées plutôt que des indicateurs avancés de l'activité. Toutefois, compte tenu du fait que les deux séries de *spreads* possèdent des évolutions comparables à partir de 1999, le tableau 4 (annexe 1) montre que le sens de la causalité tend à s'inverser sensiblement sur la période récente et que le contenu en information des *spreads* a tendance à s'accroître depuis cette date en ce qui concerne l'inflation et, dans une moindre mesure, l'activité. Ces résultats, bien que fragiles, sont compatibles avec la thèse de l'accélérateur financier et semblent accrédi-ter la présence d'un canal large du crédit dans la zone euro.

## Significativité d'un effet de l'accélérateur financier – résultats d'un modèle VAR

À l'instar de Gertler et Lown [2000], afin de juger si les modifications des *spreads* ont un impact quantitativement significatif sur l'activité économique, nous estimons des modèles VAR bi-variés simples contenant l'écart de production, mesuré à partir de l'indice de production industrielle (IPI) ou du PIB, et le *spread* de crédit fourni par Merrill Lynch qui permet de mettre l'accent sur la période récente. Dans ces modèles VAR, le *spread* de crédit est placé en dernière position, ce qui revient implicitement à supposer que les modifications de l'écart de production ont un impact instantané sur le *spread* de crédit mais non l'inverse. Le nombre de retards retenus, au vu des critères d'information (AIC, Schwarz et Hannan-Quinn), est de trois pour chacune des variables et dans chacun des modèles estimés. Les réponses de l'écart de production à un choc non anticipé d'un écart-type sur le *spread* de crédit sont représentées ci-après :

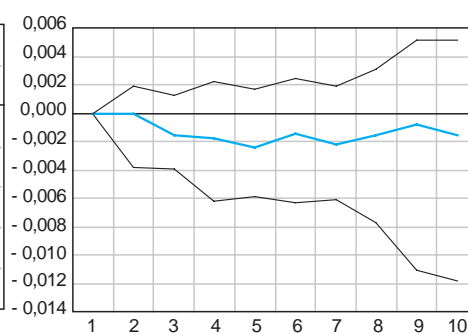
Graphique 8

Réponse de l'écart de production (IPI) à un choc d'un écart-type sur le *spread*



Graphique 9

Réponse de l'écart de production (PIB) à un choc d'un écart-type sur le *spread*



Un choc financier, qui se manifesterait par un accroissement des *spreads* de crédit, aurait bien un effet récessif sur l'activité, compatible avec les phénomènes d'accélération financière, comme l'illustrent les graphiques 8 et 9. Dans le cas de la zone euro, cet impact serait durable, mais très faiblement significatif (cf. graphique 8), voire non significatif (cf. graphique 9).

Au total, les *spreads* de crédit semblent constituer une bonne approximation des primes de financement externe dans la zone euro et possèdent des qualités d'indicateurs avancés de l'activité, compatibles avec l'existence d'un canal large du crédit. Les résultats sont cependant fragiles, compte tenu du faible nombre d'observations disponibles et du fait que les données ne couvrent pas un cycle complet d'activité. En outre, la période sous revue est caractérisée par des phases d'instabilité financière qui induisent l'accroissement des primes de risque de marché et des probabilités de défaut des entreprises, phénomènes pouvant expliquer la tendance à l'ouverture continue des *spreads* de crédit dans l'Union monétaire depuis la fin des années 1990.

En conclusion, le rôle croissant joué par les facteurs financiers dans la configuration et l'amplitude des cycles économiques a de nombreuses implications pour les banques centrales.

En termes de politique monétaire, il pose tout d'abord la question de l'éventuelle prise en compte des prix d'actifs dans la définition et la conduite de la politique monétaire. Pour autant, une telle prise en compte doit s'opérer au regard de l'objectif premier des banques centrales : assurer la stabilité des prix des flux de biens et services. Dans la mesure où les facteurs financiers influent sur le cycle d'activité et, partant, sur les prix des flux, leurs évolutions doivent être rigoureusement analysées et leurs qualités d'indicateurs avancés de l'inflation exploitées. Cela n'appelle cependant pas de changement de comportement de la part des banques centrales.

Il n'en est sans doute pas de même en ce qui concerne la stabilité financière. Les évolutions macroéconomiques récentes montrent, en effet, que le poids croissant des facteurs financiers dans la dynamique de l'économie peut aussi avoir un impact déstabilisant. Si la demande finale dépend trop fortement de l'évolution du prix des actifs et de l'obtention de financements, la banque centrale pourra être tentée de porter une attention excessive aux facteurs financiers dans la conduite de la politique monétaire. Toutefois, ce type de comportement pourrait être dangereux s'il était asymétrique, induisant alors un aléa moral chez les agents économiques<sup>20</sup>. En outre, l'utilisation d'un seul instrument — le taux d'intérêt — pour poursuivre deux objectifs serait de nature à créer un conflit d'objectifs. La situation actuelle d'inflation contenue illustre toute la difficulté qu'auraient les autorités monétaires à justifier, par exemple, un relèvement conséquent des taux d'intérêt pour assurer la stabilité financière en l'absence de tensions sur les prix. En outre, une seconde difficulté peut provenir du fait que les considérations de stabilité financière peuvent s'inscrire dans le très court terme, tandis que l'objectif de stabilité des prix est spécifié à moyen terme. En conséquence, on peut envisager qu'il existe un second instrument spécialement dédié à l'objectif de stabilité financière.

Les pistes sont ici multiples. Pour ne s'en tenir qu'aux modifications des canaux de transmission de la politique monétaire mises en évidence dans le présent article, un élément particulièrement important d'amplification semble lié au caractère éminemment procyclique du crédit bancaire. Ce dernier a, entre autres sources, les modifications cycliques de la valeur des actifs mis en garantie, éventuellement renforcées par le caractère procyclique de certains ratios prudentiels. On pourrait, dès lors, envisager la mise en place d'instruments plus spécifiquement destinés à corriger ce biais. L'une des réflexions actuellement en cours, et déjà appliquée dans certains pays européens comme l'Espagne, consiste en la mise en place d'un provisionnement dynamique, les banques constituant dans la phase de croissance les provisions destinées à être utilisées lors de la phase de récession. En lissant le résultat des banques au cours du cycle, ce mécanisme réduit les fluctuations cycliques associées aux modifications du bilan des intermédiaires financiers et les effets parfois déstabilisateurs provenant de la progression trop rapide de crédits à l'économie<sup>21</sup>.

Plus généralement, les questions de la mesure adéquate du risque et de la façon de s'en protéger ainsi que de celle de se prémunir contre les imperfections et asymétries d'information sur les marchés financiers restent posées. Y répondre passe par une amélioration continue de l'information économique et de la transparence des marchés.

<sup>20</sup> Trichet [2002]

<sup>21</sup> Caruana [2002]



## Références bibliographiques

Banque centrale européenne [2002], « Le marché des actions et la politique monétaire », *Bulletin mensuel*, février, p. 39-54

Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S. [1999], « The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework », dans J.B. Taylor et M. Woodford (eds), *The Handbook of Macroeconomics*, vol.1, chap. 21, Elsevier, Amsterdam, p. 1341-1393.

Boone L., Girouard N., Wanner I. [2001], « Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption », *Mimeo*, Economics Department Working Papers, 308, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, 20 septembre

Calvo G.A. [1983], « Straggled Prices in a Utility Maximizing Framework », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 3 septembre, p. 383-398

Caruana J. [2002], « Banking Provisions and Asset Price Bubbles », *Mimeo*, intervention à la conférence « Asset Price Bubbles – Implications for Monetary, Regulatory and International Policies » organisée par la Banque de réserve fédérale de Chicago les 22-24 avril, Chicago, Illinois, États-Unis

Case K.E., Quigley J.M., Shiller R.J. [2001], « Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market », *NBER Working Paper*, 8606, novembre.

Chatelain J.B., Teurlai J.C. [2000], « Investment and the Cost of External Finance: An Empirical Investigation According to the Size of Firms and Their Use of Leasing », *Mimeo*, Banque de France, novembre

Clerc L. [2001], « Le cycle du crédit, une revue de la littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, 94, octobre, p. 43-61

Direction générale des Études et des Relations internationales [2002], « Le financement des entreprises de la nouvelle économie », *Bulletin de la Banque de France*, 97, janvier, p. 43-61

Edison H., Sløk T. [2001a], « Wealth Effects and the New Economy », *IMF Working Paper*, 77, juin

Edison H., Sløk T. [2001b], « New Economy Stock Valuations and Investment in the 1990s », *IMF Working Paper*, 78, juin

Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J.P. [2001], « Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us ? », *ECB Working Paper*, 94, décembre

Fonds monétaire international [2002], *Perspectives de l'économie mondiale*, mai.  
Galí J. [1992], « How Well does the IS-LM Model Fit Postwar US Data ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 57,2, mai, p. 709-738

Garcia S., Verdelhan A. [2001], « Le *policy-mix* de la zone euro – Une évaluation de l’impact des chocs monétaires et budgétaires », *Économie et prévision*, 2, avril-juin, p. 23-40

Gertler M., Lown C. S. [2000] : « The Information in the High Yield Bond Spread for the Business Cycle: Evidence and Some Implications », *NBER Working Paper*, 7549, février

Hart O., Moore J. [1994], « Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt », *Mimeo*, Harvard University, Massachussets, États-Unis

Kiyotaki N., Moore J. [1997], « Credit Cycle », *Journal of Political Economy*, vol. 105, 2, avril, p. 211-248

Lettau M., Ludvigson S. [2001], « Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Bulls, Bears and the Wealth Effect on Consumption », *CEPR Discussion Paper*, 3104, décembre

Mishkin F.S. [2001], « The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy », *NBER Working Paper*, 8617, décembre

Modigliani F. [1971], « Monetary Policy and Consumption », dans *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Federal Reserve Bank of Boston

Norman B., Sebastia-Barriel M., Weeken O. [2002], « Equity Wealth and Consumption – the Experience of Germany, France and Italy in an International Context », *Bank of England Quarterly Bulletin*, printemps, p. 78-85

Peersman G., Smets F. [2001], « The monetary transmission mechanism in the euro area : more evidence from VAR analysis », *ECB Working Paper*, 91, décembre.

Sims C. [1978], « Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered », *American Economic Review*, 70, n° 2, mai, p. 250-257

Tobin J. [1969], « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, février, p. 15-29

Townsend R. [1979], « Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification », *Journal of Economic Theory*, vol. 21, 2, octobre, p. 265-293.

Trichet J.-C. [2002], « Asset Price Bubbles and their Implications for Monetary Policy », *Miméo*, allocution d’ouverture de la conférence « Asset Price Bubbles – Implications for Monetary, Regulatory and International Policies » organisée par la Banque de réserve fédérale de Chicago les 22-24 avril, Chicago, Illinois, États-Unis

## ANNEXE 1

**Tests de causalité au sens de Granger**

Les tableaux 3 et 4 ci-dessous présentent les résultats des tests de causalité au sens de Granger <sup>22</sup> entre les *spreads* de crédit et différentes variables indicatrices de l'activité économique (glissements annuels et écarts de production pour la production industrielle (IPI) et le PIB de la zone euro) ainsi que de l'inflation. Le nombre de retards est sélectionné au regard de divers critères d'information (AIC, Schwartz et Hannan-Quinn) ou d'un test de rapport de vraisemblance. Lorsque les résultats de ces tests diffèrent, on retient généralement le modèle le plus parcimonieux, compte tenu du faible nombre de données.

On présente également les résultats obtenus pour des retards très faibles (deux et quatre trimestres pour le PIB, deux ou quatre mois pour l'IPI et l'IPCH). Une probabilité faible, inférieure à 1 %, 5 % ou 10 % indique que l'on rejette l'hypothèse que la variable *x* ne cause pas la variable *y* au seuil de 1 %, 5 % ou 10 %, autrement dit que l'on accepte la causalité de *x* vers *y*.

Tableau 3

**Causalité au sens de Granger des *spreads* de crédit (*spread* Morgan Stanley)**

Retards	<i>x</i> ne cause pas le <i>spread</i> de crédit	Probabilité	Retards	Le <i>spread</i> de crédit ne cause pas <i>x</i>	Probabilité
2 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,01***	2 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,73
2 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,02**	2 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,52
4 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,02**	4 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,83
10 mois	Écart de production (IPI)	0,07*	10 mois	Écart de production (IPI)	0,99
10 mois	Glissement annuel de l'IPI	0,01***	10 mois	Glissement annuel de l'IPI	0,51
2 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,01***	2 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,56
4 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,03**	4 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,22
10 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,01***	10 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,02**

Note : \*\*\* on accepte la causalité de *x* vers *y* au seuil de 99 % ; \*\* de 95 % ; \* de 90 %

<sup>22</sup> Une variable *x* cause, au sens de Granger, une variable *y* si la prise en compte de la variable *x* pour expliquer la dynamique de *y* améliore la prévision de cette dernière ou, autrement dit, si les coefficients sur les valeurs passées de *x* pour expliquer *y* sont statistiquement significatifs.

Tableau 4

**Causalité au sens de Granger des *spreads* de crédit (*spread* Merrill Lynch)**

Retards	x ne cause pas le <i>spread</i> de crédit	Probabilité	Retards	Le <i>spread</i> de crédit ne cause pas x	Probabilité
2 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,45	2 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,93
2 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,11	2 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,24
4 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,34	4 <sup>e</sup> trimestre	Écart de production (PIB)	0,42
4 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,96	4 <sup>e</sup> trimestre	Glissement annuel du PIB	0,54
10 mois	Écart de production (IPI)	0,09*	10 mois	Écart de production (IPI)	0,77
12 mois	Glissement annuel de l'IPI	0,62	12 mois	Glissement annuel de l'IPI	0,04**
4 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,84	4 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,09*
10 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,05**	10 mois	Glissement annuel de l'IPCH	0,06***

Note : \*\*\* on accepte la causalité de x vers y au seuil de 99 % ; \*\* de 95 % ; \* de 90 %



## Les résultats des établissements de crédit en 2001 et au premier semestre 2002

*Les résultats des établissements de crédit français ont connu une évolution contrastée depuis dix-huit mois. Sur base sociale, ils ont atteint un niveau record en 2001, avec un profit net global de 17,7 milliards d'euros, mais ils se sont inscrits en baisse sur base consolidée. Le produit net bancaire a continué de croître, soutenu principalement par le dynamisme des activités de banque de détail qui a compensé les difficultés en gestion d'actifs, mais surtout en banque d'investissement. La hausse des frais de structure a toutefois été freinée, tandis que le coût du risque de crédit a entamé un mouvement de hausse. Au premier semestre 2002, le ralentissement de l'activité économique et la baisse des marchés boursiers se sont traduits par une nouvelle augmentation de la charge du risque et par des résultats en recul, aussi bien sur base sociale que sur base consolidée. Malgré une rentabilité d'ensemble encore satisfaisante, les perspectives pour la seconde partie de l'année semblent très incertaines.*

Jean-Luc CAYSSIALS  
 Secrétaire général de la Commission bancaire  
 Direction de la Surveillance générale du système bancaire  
 Service des Études bancaires

Avant de donner un aperçu des évolutions pour le premier semestre 2002, l'analyse portera successivement sur les résultats sociaux et consolidés de l'année 2001, éclairée par une comparaison avec les tendances observées pour les grandes banques des principaux pays industrialisés.

Des informations plus détaillées peuvent être obtenues dans les documents publiés par le Secréariat général de la Commission bancaire et, en particulier, dans le second volume des *Analyses comparatives 2001*<sup>1</sup> consacré aux résultats des établissements de crédit. Le premier volume des *Analyses comparatives*, paru en août 2002, portait sur l'activité des établissements de crédit en 2001. De même, le lecteur peut se reporter au *Bulletin* n° 27 de la Commission bancaire de novembre 2002<sup>1</sup>.

Précisons que les soldes intermédiaires de gestion ont été aménagés en 2001 afin de prendre en considération la mise en œuvre du règlement du Comité de la réglementation comptable n° 2000-03 du 4 juillet 2000. Ce règlement, relatif aux documents de synthèse individuels et consolidés des établissements de crédit, a défini un modèle de compte de résultat comprenant désormais des soldes intermédiaires harmonisés (une présentation détaillée de ces soldes intermédiaires de gestion figure dans le *Bulletin* n° 26 de la Commission bancaire).

<sup>1</sup> Les deux volumes, intitulés respectivement *Analyses comparatives – volume 1 – L'activité des établissements de crédit* et *Analyses comparatives – volume 2 – Les résultats des établissements de crédit*, ainsi que le *Bulletin* n° 27 de la Commission bancaire sont en vente, au prix de EUR 22 TTC chacun, auprès du service Relations avec le public de la Banque de France (75049 Paris Cedex 01) – Tél : 01 42 92 39 08

## 1. Les résultats sociaux en 2001

### Résultats sociaux 2001

Ensemble des établissements de crédit – Ensemble de l'activité

	(montants en milliards d'euros, variation en %)		
	2000	2001	Variation
Produit net bancaire	70,5	74,9	6,2
Frais de structure	47,5	49,7	4,4
Résultat brut d'exploitation	23,0	25,2	9,8
Dotations nettes aux provisions et pertes nettes sur créances irrécupérables	3,9	4,2	8,1
Résultat d'exploitation	19,1	21,0	10,2
Résultat courant avant impôt	22,5	24,6	9,4
Résultat net	15,8	17,7	12,1

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

### 1.1. Le produit net bancaire de l'ensemble des établissements de crédit a continué de progresser

Le produit net bancaire de l'ensemble des établissements de crédit, sur toutes leurs zones d'activité, s'est accru de 6,2 % en 2001.

Plus précisément, le produit net des opérations avec la clientèle a progressé de 4,3 %, dans un environnement marqué par une demande de crédits toujours orientée à la hausse. Toutefois, la hausse a été moindre qu'en 2000 et les opérations avec la clientèle ont vu leur poids dans la formation du produit net bancaire reculer de 72,7 % à 71,4 %. La marge sur les opérations avec la clientèle s'est d'ailleurs dégradée en 2001, passant de 3,70 % à 3,37 %. L'effet-volume lié à une demande de crédits soutenue a été atténué par un effet-prix moins favorable, le coût moyen des ressources restant stable et le rendement moyen des crédits diminuant. Le marché de la banque de détail est demeuré, par conséquent, très concurrentiel, même si certains établissements ont constaté une amélioration. Le produit net des opérations de crédit-bail a également connu une hausse modérée (3,9 %).

Les opérations de services financiers ont généré un produit net de 11,5 milliards d'euros, en recul de 2,5 %. Les composantes de ce solde n'ont pas évolué de façon homogène puisque les produits nets perçus sur les moyens de paiement ont progressé, passant de 3,8 milliards d'euros à 4,2 milliards. En revanche, les commissions provenant des opérations sur titres pour le compte de la clientèle ont reculé de 4,1 milliards d'euros à 3,0 milliards. La part des commissions nettes dans le produit net bancaire a ainsi régressé, après plusieurs exercices de hausse régulière, passant de 28,8 % en 2000 à 27,0 % en 2001.

Les activités de marché ont connu des évolutions plus contrastées. Les opérations de hors-bilan ont généré des recettes nettes pour un montant de 12,3 milliards d'euros, contre 8,2 milliards en 2000. Ce sont les instruments de taux qui sont à l'origine de cette progression, avec un produit net de 6,4 milliards d'euros, contre



1,9 milliard un an auparavant. Cette performance doit néanmoins être nuancée car les gains obtenus sur ces opérations se caractérisent par une forte volatilité. Il s'agit, pour partie, de résultats d'opérations complexes de couverture ou d'arbitrage qui associent des éléments de bilan sur lesquels les résultats sont de sens inverse.

De fait, le produit net des opérations sur titres s'est dégradé, avec une perte nette de 10 milliards d'euros. S'agissant des opérations à l'actif, le rendement du portefeuille-titres a sensiblement diminué, passant de 5,5 % en 2000 à 4,8 % en 2001. Les gains nets sur les titres de transaction ont baissé assez fortement, passant de 5,6 milliards d'euros à 4,6 milliards, tandis que le produit net des titres de placement s'est replié de 8,7 milliards d'euros à 6,9 milliards, illustrant les turbulences sur les marchés boursiers.

Par ailleurs, le produit net dégagé par les opérations de change a baissé, passant de 1,9 milliard d'euros en 2000 à 1,3 milliard en 2001.

En revanche, les opérations de financement à long terme ont dégagé un produit net de 4,3 milliards d'euros, en hausse de 14,8 %. Les opérations de trésorerie et interbancaires ont donné lieu, pour leur part, à une charge nette de 6,1 milliards d'euros (6,7 milliards en 2000), dans un contexte marqué par le recul de la position nette emprunteuse et par le repli des taux d'intérêt. Quant aux produits accessoires et divers nets, désormais intégrés au produit net bancaire, ils ont atteint près de 2,3 milliards d'euros, en progression de 23,1 %.

Au final, la marge bancaire globale<sup>2</sup>, qui tient compte des opérations enregistrées au bilan, mais aussi des opérations sur instruments financiers à terme, s'est légèrement détériorée, passant, sur l'ensemble de l'activité, de 1,75 % à 1,66 %.

## 1.2. La maîtrise des frais de structure a permis d'atténuer la hausse mesurée du coût du risque de crédit, contribuant à une nouvelle progression des résultats en 2001

Les frais de fonctionnement (frais généraux et dotations aux amortissements) ont augmenté de 4,4 %. Les seuls frais généraux se sont accrus de 4,3 %, mais les frais de personnel ont augmenté à un rythme moins soutenu (2,7 %) que celui des autres charges générales d'exploitation (6,7 %). Globalement, la productivité de l'ensemble des établissements de crédit s'est améliorée puisque le produit net bancaire par agent est passé de 187,1 milliers d'euros en 2000 à 192,5 milliers en 2001. Dans l'ensemble, la hausse des frais de structure a été plus faible que celle du produit net bancaire, ce qui a permis une augmentation du résultat brut d'exploitation (9,8 %) et une réduction du coefficient net d'exploitation (qui rapporte l'ensemble des frais de fonctionnement au produit net bancaire), lequel est passé de 67,4 % en 2000 à 66,3 % en 2001.

<sup>2</sup> Rapport entre le produit net bancaire, d'une part, et le total de la situation globale et de l'équivalent-crédit des engagements sur instruments financiers de taux et de change à terme, d'autre part

La charge du risque s'est, pour sa part, accrue, passant de 3,9 milliards d'euros à 4,2 milliards. Il convient, toutefois, de distinguer dans ce solde global les mouvements sur les provisions pour risques et charges qui ont connu des évolutions spécifiques en 2001 liées, notamment, à des modifications dans certaines pratiques comptables. En effet, l'entrée en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2002 du règlement du Comité de la réglementation comptable n° 2000-06 relatif aux passifs, qui établit une définition plus restrictive des provisions de passif, a probablement conduit plusieurs établissements de crédit à opérer de nouvelles affectations comptables. Cela s'est traduit par des reprises nettes de 729 millions d'euros environ. Hors reprises nettes de provisions pour risques et charges, le coût du risque de crédit a ainsi atteint 4,9 milliards d'euros, soit 19,4 % du résultat brut d'exploitation. L'exercice 2001 marque ainsi une rupture dans l'évolution de la charge du risque, qui avait diminué depuis plusieurs années et atteint un point bas en 2000. Le ralentissement économique s'est traduit, en effet, par un accroissement des créances douteuses. L'impact sur le compte de résultat des établissements de crédit français est resté modéré en 2001, mais certaines entités ont toutefois enregistré une hausse sensible de l'effort de provisionnement en raison notamment d'une exposition importante aux États-Unis où la dégradation de la situation économique a été marquée au cours de cet exercice.

Les opérations sur actifs immobilisés se sont traduites par un gain net de 3,5 milliards d'euros (3,4 milliards en 2000). La réalisation de plus-values nettes de cession a compensé l'enregistrement de dotations nettes aux provisions sur immobilisations financières à hauteur de 1,4 milliard d'euros. Le résultat courant avant impôt a ainsi progressé de 9,4 %, atteignant 24,6 milliards d'euros.

Au total, le résultat net s'est inscrit en progression de 12,1 %, s'affichant à 17,7 milliards d'euros. Le coefficient de rentabilité des fonds propres (ou ROE) s'est finalement établi à 9,6 %, proche du niveau obtenu en 2000.

## 2. Les résultats consolidés des principaux groupes en 2001

Au cours de l'année 2001, le produit net bancaire dégagé par l'ensemble des groupes de l'échantillon <sup>3</sup> a progressé de 4,4 %, passant de 58,6 milliards d'euros en 2000 à 61,2 milliards en 2001. Cette augmentation du produit net bancaire a, toutefois, sensiblement ralenti par rapport à l'exercice précédent, marqué alors par un environnement économique et financier très favorable. La croissance a reposé principalement sur les opérations de hors-bilan et, dans une moindre mesure, sur les opérations avec la clientèle.

<sup>3</sup> BNP Paribas, Groupe Crédit agricole, Société générale, Crédit lyonnais, Banque fédérale des Banques populaires, CCF-HSBC, Crédit industriel et commercial

Le résultat brut d'exploitation a enregistré une hausse de près de 2,3 % par rapport à l'exercice 2000. Le coefficient net d'exploitation (qui rapporte le total des frais généraux et des dotations aux amortissements au produit net bancaire) s'est légèrement détérioré, atteignant 68,9 % en 2001, contre 68,2 % en 2000. Les frais de personnel ont augmenté de 2 %, tandis que les autres charges d'exploitation ont crû plus rapidement (10 %), ce qui s'explique, pour partie, par des charges non récurrentes liées notamment au passage à l'euro fiduciaire. La hausse est également due à l'impact des investissements réalisés ces dernières années sur certains pôles comme la gestion d'actifs.

Le résultat d'exploitation s'est affiché à un peu moins de 14 milliards d'euros, en baisse de 4,6 % par rapport à 2000. Cette évolution est due à la hausse du coût du risque de crédit (27,6 %, à 5,1 milliards d'euros), en raison notamment de la situation aux États-Unis et dans certains pays émergents.

Le résultat courant avant impôt a baissé de 13,3 % par rapport à 2000, pour s'établir à 17,3 milliards d'euros en 2001. Cette diminution provient notamment de la baisse des plus-values nettes de cession sur immobilisations financières, qui sont passées de 3,7 milliards d'euros à 2,3 milliards, et des dotations nettes aux provisions sur ces immobilisations.

De fait, le résultat net part du groupe s'est affiché, pour l'ensemble de l'échantillon, à près de 9,3 milliards d'euros (– 18 %), ce qui représente un coefficient de rentabilité des fonds propres légèrement inférieur à 11 %.

### 3. La rentabilité des grandes banques internationales a reculé en 2001 <sup>4</sup>

En 2001, les grandes banques internationales ont affronté un environnement économique et financier nettement moins favorable qu'en 2000. La forte correction des marchés boursiers et le ralentissement de la croissance ont entraîné une montée des risques qui a pesé sur les comptes d'exploitation des grandes banques internationales. De manière générale, la hausse ralentie du produit net bancaire en 2001 tient au dynamisme des produits d'intermédiation. En revanche, les turbulences sur les marchés boursiers ont occasionné un dégonflement sensible des volumes d'activité en banque d'investissement et en gestion d'actifs, générant notamment une baisse des commissions perçues et des recettes de *trading*.

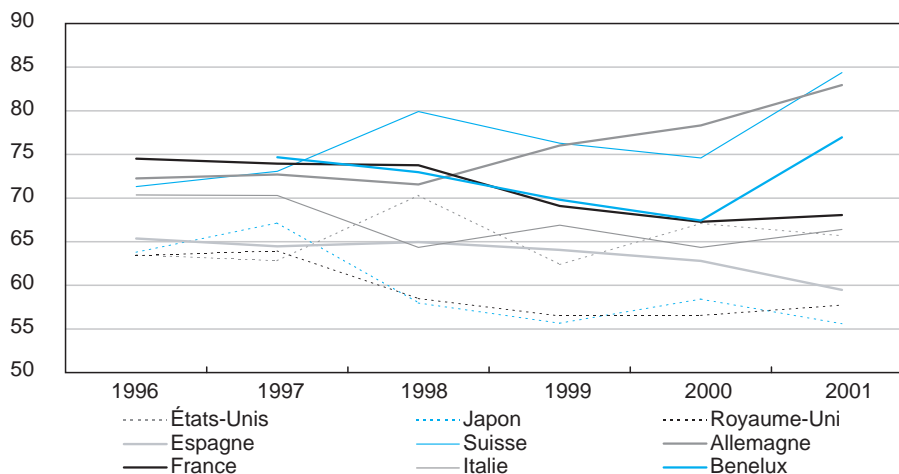
Les frais de fonctionnement ont augmenté, mais à un rythme proche de celui du produit net bancaire. La hausse intègre des effets de périmètre, mais elle a été atténuée par des programmes de réduction des coûts initiés dans plusieurs groupes. Les grandes banques allemandes, suisses et du Benelux ont toutefois affiché une dégradation notable de leur coefficient net d'exploitation, en liaison avec des coûts insuffisamment ajustés par rapport au ralentissement de l'activité. Ce ratio s'est

<sup>4</sup> L'analyse s'appuie sur les comptes de résultat consolidés, retraités dans la base Bankscope, des cinq grands groupes bancaires en Allemagne, au Benelux, en Espagne, aux États-Unis, en France, en Italie, au Japon, au Royaume-Uni et en Suisse.

sensiblement amélioré, en revanche, dans les banques espagnoles. Ces dernières, avec les banques britanniques et japonaises, affichent ainsi les meilleurs indicateurs (inférieurs à 60 %).

### Le coefficient net d'exploitation

(en %)



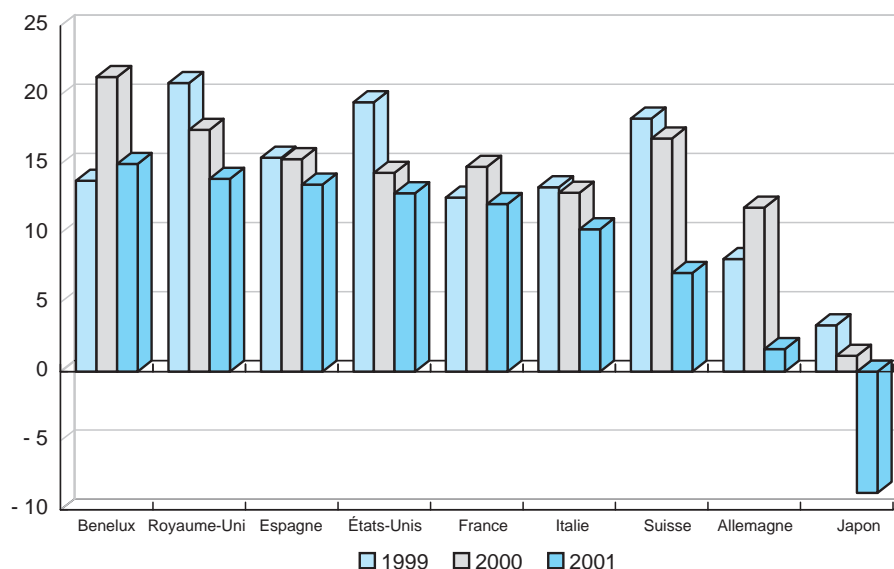
Source : Bankscope

Quant à la charge du risque, il apparaît que la contrainte de provisionnement a été sensiblement plus forte en 2001. Le ralentissement de l'économie américaine et les difficultés dans plusieurs secteurs d'activité (télécommunications, transport aérien, ...) ont, en effet, entraîné une forte hausse des créances douteuses. De fait, les banques les plus exposées aux États-Unis ont subi les faillites de grands groupes en 2001 (Enron, K Mart), expliquant une bonne partie de la hausse des dotations nettes aux provisions. L'augmentation est particulièrement nette dans les banques suisses, britanniques et du Benelux. Concernant les banques allemandes, outre leur forte exposition sur l'économie américaine, il convient d'ajouter la dégradation du risque domestique illustrée par les défaillances d'entreprises importantes et les difficultés du secteur immobilier. La hausse est moins prononcée dans les banques italiennes et françaises. Elle est due également à la montée des risques aux États-Unis ainsi qu'à l'exposition en Argentine (notamment pour certaines banques italiennes). Dans les banques américaines, l'accroissement du coût du risque est inégal selon les établissements, mais il fait suite à un exercice 2000 où l'effort de provisionnement avait déjà été substantiel. Concernant enfin les banques espagnoles, la progression s'explique, en partie, par la nouvelle réglementation sur le provisionnement forfaitaire mise en œuvre depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2000. Elle est due aussi aux conséquences de la crise argentine qui a lourdement affecté les principaux groupes. Quant aux banques japonaises, celles-ci avaient comptabilisé, en 1997 et 1998, des montants considérables de provisions. Après une relative accalmie en 1999 et 2000, la hausse de la charge du risque a repris en 2001, avec l'enregistrement de 49,5 milliards d'euros de dotations nettes aux provisions.

Dans la majorité des pays étudiés, les grands groupes bancaires ont affiché un résultat net en recul ou en faible progression par rapport à 2000. Seules les banques espagnoles et américaines ont enregistré une amélioration de leur résultat, due au dynamisme de la banque de détail, ainsi qu'à une bonne maîtrise des coûts de structure ayant permis d'absorber la hausse de la charge du risque. Dans le cas des banques américaines, le ralentissement économique avait déjà affecté les comptes de l'année 2000, d'où une évolution plus favorable en 2001. Les banques françaises ont également bénéficié du soutien des activités de banque de détail, avec un résultat net en recul limité de 8,1 %, à 11,6 milliards d'euros. Il en est de même pour les banques britanniques (- 2,1 % à 22,8 milliards). En Italie, le repli a atteint 11,9 % (5,2 milliards d'euros), mais recouvre des disparités, certains établissements affichant une forte dégradation de leur résultat net. Les banques allemandes, suisses et du Benelux ont, en revanche, affiché une baisse importante de leur profit (- 90,7 % pour les banques allemandes, - 51,5 % pour les banques suisses, - 30,7 % pour les banques du Benelux), souffrant de leur plus grande dépendance à l'égard des activités de gestion d'actifs et de banque d'investissement. Au Japon enfin, le redressement qui semblait se dessiner en 1999 avait déjà marqué le pas en 2000. La situation s'est, à nouveau, dégradée en 2001, les créances douteuses continuant de grever lourdement les comptes d'exploitation. Au final, les principales banques japonaises ont affiché une perte nette de l'ordre de 15,4 milliards d'euros.

### La rentabilité des fonds propres

(en %)



Source : Bankscope

En conclusion, les banques anglo-saxonnes et espagnoles demeurent les plus rentables, les écarts se resserrant entre les autres systèmes bancaires, à l'exception des grandes banques japonaises et dans une moindre mesure des banques allemandes, fragilisées par leurs problèmes structurels et la dégradation de leur environnement domestique.

## 4. Les résultats au premier semestre 2002

### 4.1. Les résultats sociaux se sont inscrits en baisse...

#### Résultats sociaux du premier semestre 2002

Ensemble des établissements de crédit – Ensemble de l'activité

	(montants en milliards d'euros, variation en %)		
	1 <sup>er</sup> semestre 2001	1 <sup>er</sup> semestre 2002	Variation
Produit net bancaire	39,7	41,2	3,8
Frais de structure	24,1	25,0	3,4
Résultat brut d'exploitation	15,6	16,3	4,3
Dotations nettes aux provisions et pertes nettes sur créances irrécupérables	1,1	1,6	44,9
Résultat d'exploitation	14,5	14,6	1,1
Résultat sur actifs immobilisés	2,1	0,1	- 95,2
Résultat courant avant impôt	16,6	14,7	- 11,2
Résultat net	13,8	12,5	- 9,6

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

L'environnement des établissements de crédit est resté difficile. Le ralentissement économique aux États-Unis s'est confirmé, entraînant un fléchissement de la croissance dans la zone euro. La croissance du produit intérieur brut a ainsi ralenti en France (acquis de croissance de 0,7 % au 30 juin 2002), soutenue principalement par le dynamisme de la demande intérieure et notamment de la consommation des ménages. Les marchés boursiers sont demeurés pour leur part très volatils, continuant de subir de fortes corrections baissières. Dans ces conditions, les résultats des établissements de crédit français ont baissé au premier semestre, mais ont néanmoins affiché une certaine résistance. Le dynamisme de la banque de détail s'est prolongé, compensant les performances contrastées dans les activités de marché. Au total, si le résultat net s'est inscrit en repli, celui-ci est resté limité (- 9,6 %).

Les établissements de crédit français ont affiché une augmentation modérée de leur produit net bancaire (3,8 % sur l'ensemble de l'activité). Celui-ci s'est ainsi élevé, au 30 juin 2002, à près de 41,2 milliards d'euros.

La hausse du produit net bancaire est notamment due aux opérations interbancaires puisque la charge nette imputable à ces opérations a fortement baissé, passant de 3,9 milliards d'euros à 691 millions. Cette évolution s'explique par la réduction de la position nette emprunteuse (de 122,2 milliards d'euros à 64,9 milliards entre juin 2001 et juin 2002) et par des taux d'intérêt plus faibles qu'un an auparavant.

Les opérations de change ont généré un produit net de plus d'un milliard d'euros, contre une perte nette de 464 millions au premier semestre 2001. De même, les opérations de financement à long terme ont dégagé un flux net de recettes de 5,7 milliards d'euros, en hausse de 19,5 %. Les produits accessoires et divers nets ont contribué également à l'amélioration du produit net bancaire, avec une hausse des revenus nets de 22,6 %, à 1,3 milliard d'euros.

Les opérations sur titres ont enregistré une charge nette en diminution sensible de 36 % (2,9 milliards d'euros, contre 4,5 milliards un an auparavant). Cette amélioration provient principalement des opérations de pension livrée et des opérations de dettes constituées par les titres. Les charges liées à ces opérations se sont inscrites en effet en baisse sensible. S'agissant des opérations sur le portefeuille-titres, les résultats sont, en revanche, en dégradation. Les gains nets sur les titres de transaction ont baissé (de 3,1 à 1,8 milliard d'euros), de même que les produits nets sur les titres de placement et les titres d'investissement. Par ailleurs, les titres de placement et les titres de l'activité de portefeuille ont chacun fait l'objet de dotations nettes aux provisions de 277 millions et de 49 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2002.

Les opérations avec la clientèle ont généré un produit net de 24,9 milliards d'euros, en recul de 8,1 %. Ce recul s'explique notamment par les charges issues des comptes d'épargne à régime spécial (qui représentent plus de la moitié des charges relatives aux opérations avec la clientèle) lesquelles ont été stables, alors que, du côté des produits, les flux se sont inscrits en repli. De même, les opérations de crédit-bail et de location simple ont dégagé un produit net de 2,4 milliards d'euros, en recul de 6,2 %.

Quant aux opérations de services financiers, les recettes nettes ont baissé de 6,6 %, confirmant le renversement de tendance déjà observé en 2001. Cette diminution tient essentiellement à la baisse des commissions perçues sur les opérations sur titres pour le compte de la clientèle, ainsi que sur les activités d'assistance et de conseil. Mais cette baisse a été partiellement compensée par l'augmentation des produits nets sur les moyens de paiement.

Enfin, les opérations de hors-bilan ont dégagé un produit net de 3,7 milliards d'euros, en repli de 44,6 %. Ces opérations se caractérisent par leur forte volatilité et, au cours du premier semestre, ce sont les produits nets sur instruments de taux, de change et les autres instruments (où des pertes nettes ont été comptabilisées) qui sont à l'origine de ce recul.

Toutes zones confondues, les frais de structure ont augmenté de 3,4 %. Les frais de personnel se sont accrus de 2,7 % et les autres charges générales de 4,3 %. Les établissements de crédit français ont ajusté leurs coûts au ralentissement de l'activité et ce, malgré l'impact de coûts spécifiques tels que le passage à l'euro fiduciaire. Ainsi, du fait de l'augmentation du produit net bancaire, le coefficient net d'exploitation s'est légèrement amélioré, passant de 60,7 % à 60,5 % entre le premier semestre 2001 et le premier semestre 2002. Le résultat brut d'exploitation s'est inscrit en progression de 4,3 %, atteignant près de 16,3 milliards d'euros.

La charge liée au risque de crédit a sensiblement augmenté depuis le début de l'année (44,9 %), le ralentissement économique fragilisant plusieurs secteurs d'activité. La dégradation des risques a été surtout visible à l'international (grandes entreprises aux États-Unis, pays émergents, ...). Même si, en France, la montée des créances douteuses paraît plus modérée, l'effort de provisionnement s'est accru depuis le début de l'année et devrait se poursuivre d'ici la fin de l'exercice. Il en a découlé une stagnation du résultat d'exploitation, celui-ci s'affichant à 14,6 milliards d'euros.



Par ailleurs, dans un contexte boursier particulièrement difficile, les opérations sur immobilisations se sont traduites par des résultats en nette baisse. Les plus-values nettes de cession sur immobilisations corporelles, incorporelles et financières ont fortement diminué, passant de 1,9 milliard d'euros à 291 millions. De plus, 189 millions d'euros de dotations nettes aux provisions sur immobilisations financières ont été comptabilisées.

Au final, il a résulté de ces éléments une diminution mesurée du résultat net (– 9,6 %), lequel a atteint 12,5 milliards d'euros. Pour autant, il convient de souligner que les écritures comptables du premier semestre sont partielles et ne peuvent refléter parfaitement l'évolution de l'environnement au cours de cette période. Pour cela, il faudra attendre les résultats finaux de l'exercice 2002.

#### 4.2. ... confirmant la tendance observée sur les résultats consolidés qui font également apparaître une baisse de la rentabilité

S'agissant des comptes consolidés, les résultats du premier semestre 2002 publiés par les principaux groupes bancaires français <sup>5</sup> apparaissent encore plus contrastés. Dans un environnement économique et financier rendu de plus en plus difficile par l'impact du ralentissement économique mondial et par la chute des marchés boursiers, le résultat net part du groupe des banques de l'échantillon a reculé, en effet, de 21 %, à 4,5 milliards d'euros.

Les principales banques françaises ont vu leur produit net bancaire stagner (+ 0,9 %). Certes, la banque de détail a tiré parti du dynamisme des activités d'intermédiation. Mais, dans la gestion d'actifs, la croissance des encours a été stoppée, du fait de la baisse de la valorisation sur les marchés. Quant aux activités de banque d'investissement, l'irrégularité des marchés s'est traduite par des performances en recul sensible.

La hausse des coûts de fonctionnement (3 %) s'est ralentie par rapport aux exercices précédents, mais l'ajustement au ralentissement de l'activité a été insuffisant (le produit net bancaire n'a progressé que de 0,9 %), de sorte que le coefficient net d'exploitation a augmenté, passant de 66,8 % à 68,2 %. Cette évolution est due, le plus souvent, à des effets de périmètre (acquisition à l'international) et à l'impact des investissements consentis ces dernières années en gestion d'actifs. Néanmoins, en banque de détail, les coûts de structure ont été contenus, tandis qu'un réel ajustement a été opéré en banque d'investissement, avec une baisse des frais de fonctionnement. Au final, le résultat brut d'exploitation s'est inscrit en baisse limitée de 3,4 %.

<sup>5</sup> BNP Paribas, Crédit agricole SA, Société générale, Crédit lyonnais, Groupe Banques Populaires, Crédit industriel et commercial

La charge du risque a connu, en revanche, une sensible augmentation. Pour les six établissements de l'échantillon, cette charge a augmenté de 21,9 %, représentant désormais plus de 22,6 % du résultat brut d'exploitation, contre 17,9 % au premier semestre 2001. La hausse des dotations aux provisions s'est concentrée sur le secteur des grandes entreprises, aux États-Unis et en Argentine, affectant en premier lieu les activités de banque d'investissement. Enfin, si l'accroissement de la charge du risque de crédit apparaît relativement contenu dans les grandes banques françaises, limitant le repli du résultat d'exploitation (– 8,9 %), la baisse des marchés boursiers a impacté plus lourdement le résultat final, du fait de mauvaises performances sur le portefeuille d'immobilisations.

Les perspectives pour les prochains mois s'annoncent incertaines. La reprise de la croissance tarde à se manifester, tandis que les marchés financiers restent volatils. Les activités de marché ne devraient pas connaître de redressement à court terme et les foyers de risques se développent : risques sectoriels (télécoms, transport aérien, assurances, ...), risque émergent, risques sur les PME... On peut donc penser que de nouvelles provisions seront enregistrées au second semestre.



## Les évolutions structurelles des marchés de change

*La dernière enquête triennale, réalisée en avril 2001, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), a mis en évidence une réduction significative des volumes d'activité sur les marchés de change (– 14 % par rapport à 1998, à taux de change constants). Elle a, en outre, révélé une chute particulièrement marquée de l'activité interbancaire et un recul à peine moins important des transactions entre banques et clientèle non financière. Les opérations entre banques et clientèle financière (compagnies d'assurance, fonds de pension, sociétés de gestion de portefeuille) sont restées, en revanche, sur une tendance ascendante.*

*Afin de mieux cerner l'origine de ces évolutions, qui n'apparaissent pas être purement conjoncturelles, plusieurs banques centrales nationales du Système européen de banques centrales (SEBC) — dont la Banque de France — ont rencontré des intervenants du marché (responsables de salle de marché de banques commerciales, trésoriers d'entreprises, gestionnaires de portefeuilles). La Banque centrale européenne (BCE) devrait publier prochainement l'étude qui a été tirée, entre autres sources, de ces entretiens. En s'appuyant plus particulièrement sur les informations recueillies auprès de banques et de sociétés françaises, cet article s'efforce de faire ressortir, de façon très synthétique, les grandes évolutions structurelles sur les marchés de change.*

*Il s'avère que le processus de concentration et de rationalisation des activités de marché, dans le secteur bancaire comme dans le secteur non financier, la polarisation de l'activité autour d'un nombre réduit de devises, la montée en régime des systèmes électroniques de trading et l'internationalisation croissante des portefeuilles ont constitué autant de facteurs profondément structurants pour les marchés de change, à l'origine de la plupart des mutations mises en lumière et quantifiées par la dernière enquête change/devises de la BRI. Au total, les marchés de change semblent avoir évolué d'un modèle de marché de gré-à-gré animé par des banques teneuses de marché vers un marché au fonctionnement plus proche de celui d'une bourse électronique, d'une structure très atomisée vers une plus grande concentration et une polarisation croissante autour de quelques devises. Dans les prochaines années, ces évolutions iront, selon toute vraisemblance, en s'accroissant, sous l'effet de l'approfondissement du processus de concentration dans l'industrie bancaire, de la pénétration croissante du trading électronique dans les relations banques-clients et de facteurs nouveaux comme l'élargissement de l'Union monétaire européenne ou le développement de CLS (Continuous Linked Settlement), système sécurisé (« paiement contre paiement ») de règlement des opérations de change.*

*Loin donc de traduire une crise ou l'essoufflement d'un produit arrivant à maturité, la baisse du volume des échanges reflète fondamentalement une organisation plus efficace et plus transparente des marchés de change.*

Bruno ESTECAHANDY  
*Direction des Opérations de marché  
 Service de Suivi et d'animation des marchés*

## 1. Les évolutions structurelles des marchés de change : les grandes tendances mises en évidence par les enquêtes triennales de la BRI

Depuis 1986, sous l'égide de la BRI et avec la participation d'un nombre croissant de banques centrales, est réalisée sur une base triennale une collecte de données relatives à l'activité sur les marchés de change.

La dernière enquête de ce type a porté sur le mois d'avril 2001. Ses résultats, après travaux d'agrégation et de retraitement statistiques, ont été diffusés en mars 2002. Elle constitue, sans conteste, la source d'informations quantitative la plus complète et la plus fiable disponible actuellement sur les marchés de change.

### 1.1. Une baisse du volume global d'activité mais des reculs contrastés selon les produits

#### Volume d'affaires global sur les marchés de change

Moyenne quotidienne en avril 2001

	(en milliards de dollars, variation en %)					
	1989	1992	1995	1998	2001	Variation (2001/1998)
Change au comptant	317	394	494	568	387	- 32
Terme sec	27	58	97	128	131	2
Swaps de change	190	324	546	734	656	- 11
Commissions estimées	56	44	53	60	26	- 57
<b>Total</b>	<b>590</b>	<b>820</b>	<b>1 190</b>	<b>1 490</b>	<b>1 200</b>	<b>- 19</b>
Swaps de devises	nd	nd	4	10	7	- 30
Options	nd	nd	41	87	60	- 31

nd : non disponible

Source : BRI

Pour la première fois dans l'histoire de cet exercice, l'enquête de 2001 a révélé une baisse du volume d'activité sur les marchés de change. Après les fortes progressions enregistrées sur les périodes 1989-1992 (39 %), 1992-1995 (45 %) et 1995-1998 (23 %), le chiffre d'affaires mondial de l'activité de change a fléchi de 19 % (14 % en taux de change constant) sur la période 1998-2001.

Cette évolution globale du volume d'activité masque cependant des évolutions assez contrastées selon les produits :

- le change au comptant a subi le recul le plus marqué, avec une baisse de 32 % ;
- le change à terme (*swaps* de change et « terme sec ») a fléchi de seulement 9 %, témoignant d'une meilleure résistance ;
- de façon plus inattendue, les options de change, compartiment le plus actif des dérivés de change, ont diminué de 31 % en volume, alors qu'elles avaient connu une forte croissance pendant la période précédente.

## 1.2. Un repli marqué de l'activité interbancaire et de celle des sociétés non-financières

### Volume d'activité change par catégorie d'intervenants

Moyenne quotidienne en avril 2001

(en milliards de dollars, variation en %)

	1992	1995	1998	2001	Variation (2001/1998)
Banques	540	729	908	689	- 24
Autres agences financières	97	230	279	329	18
Agences non financières	137	178	242	156	- 36
<b>Total</b>	<b>774</b>	<b>1 137</b>	<b>1 429</b>	<b>1 174</b>	<b>- 18</b>
Local	346	526	657	499	- 24
Transfrontière	428	611	772	674	- 13

Source : BRI

Les évolutions ont été également très différenciées selon les types d'intervenants. Ainsi, l'activité entre banques et clientèle non financière (les sociétés du secteur manufacturier ou les services non financiers) a chuté de 36 %, tandis que l'activité interbancaire elle-même se contractait de 24 %. En revanche, les transactions entre banques et clients du secteur financier (compagnies d'assurance, gestion de toute sorte y compris *hedge funds*) ont augmenté de 18 % entre 1998 et 2001.

## 1.3. Une assez grande stabilité en ce qui concerne le poids relatif des différentes places financières

Le poids respectif des différents centres financiers est resté assez stable, la contraction globale de l'activité ne s'étant pas accompagnée d'une modification d'ampleur de leur contribution respective : ainsi, Londres, New-York et Tokyo ont consolidé leurs premières places. Néanmoins, on constate que plusieurs places de la zone euro subissaient un recul notable de leurs parts de marché, tandis que quelques places comme le Canada et la Suède gagnaient un peu de terrain.

Au total, le panorama retracé par la dernière enquête triennale de la BRI peut se résumer comme suit : des volumes globalement en baisse sensible, en particulier sur le change au comptant, un dégonflement marqué des échanges interbancaires, une chute de l'activité des sociétés non financières que la progression, pourtant remarquable, de l'activité change des gestionnaires de fonds ne suffit pas à compenser.

## 2. Les évolutions récentes du marché : identification des forces structurantes

Si la BRI fournit, à travers son enquête triennale, un matériau brut irremplaçable, elle ne donne pas toutes les clés d'interprétation des évolutions constatées. Les informations recensées ont donc dû être complétées, selon une approche plus qualitative, par des entretiens avec les principaux acteurs du marché.

La plupart des facteurs qui sous-tendent les évolutions mises en lumière par l'enquête BRI 2001 sont bien connus des participants du marché. Les analyses conduites, notamment dans le cadre de la BRI et du SEBC, ont permis d'affiner le diagnostic. On peut ainsi expliquer les évolutions, constatées ou en cours, par le jeu de plusieurs facteurs « structurants », à savoir le processus de concentration et de rationalisation, dans le secteur bancaire comme dans le secteur manufacturier, la montée en régime des systèmes électroniques de transaction, la polarisation de l'activité sur un nombre réduit de devises, l'internationalisation croissante des portefeuilles et la meilleure prise en compte par les gérants de la composante change dans leurs stratégies d'investissement.

### 2.1. Rationalisation et concentration dans le secteur bancaire

Le processus de concentration dans le monde bancaire a naturellement conduit à la disparition d'un grand nombre d'intervenants sur le marché interbancaire et à une plus forte concentration de celui-ci.

Au-delà de cette évolution générale, les banques ont mis en œuvre dans leur activité de marché, et en particulier sur le change, des stratégies de rationalisation et/ou de recherche de parts de marché.

Afin de redresser une rentabilité parfois compromise par l'intensité de la concurrence, se traduisant par une réduction des *spreads* (écart de cotation achat/vente), alors même que les risques et les coûts demeuraient élevés voire s'accroissaient (pics de volatilité, investissements en systèmes informatiques), les banques ont en effet été conduites à revoir leur organisation et à chercher à abaisser leurs coûts.

À cet effet, elles ont centralisé leurs opérations de négociation pour compte propre et de tenue de marché (*trading/market making*) sur une seule, ou au plus quelques places (généralement une par zone horaire), ne conservant sur les places « secondaires » que des cambistes clientèle chargés du suivi de la clientèle locale ou « régionale » (groupe de pays). Cette évolution a été grandement favorisée par l'efficience croissante des systèmes de télécommunication.



Face à la hausse des coûts et à l'érosion des marges, les banques ont, par ailleurs, souvent été amenées à choisir entre un relatif désengagement (abandon des activités de *trading* et de *market-making* sur certains ou sur la totalité des produits change pour ne conserver que le service à une clientèle petite et moyenne) et, au contraire, une recherche d'économies d'échelle passant par la mise en œuvre de stratégies de conquête de parts de marché. Les économies d'échelle permettent, en effet, de conserver une rentabilité suffisante en abaissant le coût moyen des opérations (l'équipement d'une salle de marché et le traitement administratif des opérations génèrent essentiellement des coûts fixes). L'effet volume permet, par ailleurs, de compenser l'impossibilité d'augmenter le *spread* par la multiplication d'opérations à faible marge unitaire. De surcroît, une part de marché significative permet de mieux appréhender, en temps réel, ce qui se passe sur les marchés de change (quelles sont les stratégies, les anticipations des autres intervenants), ce qui peut représenter un avantage déterminant pour orienter les prises de positions pour compte propre et l'activité des tables de négociation pour compte propre (*proprietary desks*).

## 2.2. ...et dans le secteur non-financier

Le processus de concentration et de rationalisation observé dans la sphère bancaire a aussi concerné, sous des formes différentes, le monde de l'industrie et des services non financiers.

Là aussi, des fusions et acquisitions nombreuses ont été réalisées, notamment à la fin des années quatre-vingt-dix. Certaines opérations de F&A (*mega-deals*) ont pu alors ponctuellement gonfler l'activité sur les marchés de change. Cependant, il semble que l'impact direct de telles transactions a été souvent surestimé, dans la mesure où bon nombre d'entre elles n'ont pas donné lieu à des opérations de conversion de devises (financement par échange d'actions ou par emprunt en devises).

Globalement, l'impact de la concentration dans le secteur non financier, qui se traduit par une plus grande rationalisation dans la gestion de trésorerie et la couverture des risques de marché, a été sans aucun doute négatif pour l'activité change.

Les grandes sociétés multinationales ont, en effet, conduit de pair consolidation et centralisation des flux sur les opérations de change et de trésorerie : ainsi, désormais, les flux financiers de toutes les implantations et filiales d'un groupe sont redirigés sur un centre de gestion de trésorerie unique, qui assure la compensation des paiements et se charge de la couverture des risques de change et de taux. Cette façon de procéder a réduit considérablement le nombre d'opérations à effectuer dans le marché.

En Europe, l'avènement de l'euro a, de surcroît, favorisé cette évolution (seules jusque là une poignée d'entreprises utilisaient l'écu pour assurer la compensation des flux internes et comme instrument de couverture).

Dans le même temps, de nombreuses sociétés non financières ont renforcé le contrôle interne des risques de marché et adopté un comportement plus adverse au risque, renonçant souvent, du même coup, à faire de leur trésorerie un centre de profit autonome pour lui attribuer la seule, mais cruciale, responsabilité de la couverture des risques financiers encourus par le groupe. Cette évolution a été suscitée par les pertes lourdes, et parfois largement médiatisées, subies par quelques sociétés industrielles, au début des années quatre-vingt-dix. Ces quelques dérapages ont, en réaction, souvent poussé les directions générales à adopter ou à revenir à des stratégies plus conservatrices, clairement axées sur la couverture des risques. Ce mouvement vers une plus grande orthodoxie a, par ailleurs, été encouragé par la définition de nouvelles normes comptables pour l'enregistrement des opérations de marché. Ainsi, les normes IAS 39 (FAS 133 aux États-Unis, également applicables aux sociétés européennes cotées sur les bourses américaines) obligent les sociétés à documenter très précisément et de façon individualisée les opérations de couverture.

Au total, le phénomène de concentration et de rationalisation dans la banque et l'industrie permet d'expliquer la baisse de volume constatée dans les transactions interbancaires et dans les opérations banques/clients non financiers. La réduction du nombre d'acteurs et une meilleure organisation de ceux-ci a, en effet, permis d'adopter des schémas plus efficaces permettant de limiter le nombre d'opérations à effectuer. L'attitude souvent plus conservatrice des sociétés non financières et l'évolution des normes comptables internationales contribuent aussi à expliquer la réduction des volumes initiés par la clientèle, le regain de faveur observé sur le « terme sec » (outil de couverture pur) et, *a contrario*, la forte contraction observée sur les options de change.

### 2.3. Impact du développement de l'internationalisation des portefeuilles et attention croissante portée à la composante change par les gestionnaires d'actifs

L'examen des données BRI met en évidence une croissance forte et ininterrompue de l'activité entre banques et clientèle financière (fonds de pension, compagnies d'assurance, sociétés de gestion, *hedge funds*, etc.) : entre 1998 et 2001 seulement, ce segment de marché a enregistré une croissance en volume très forte (triplement). En conséquence, le chiffre d'affaires change réalisé par les gestionnaires d'actifs est désormais plus de deux fois supérieur à celui effectué par les sociétés non financières.

Cette évolution correspond, à la fois au rôle important qu'ont les fonds à effet de levier sur les marchés de change, mais aussi et surtout à l'internationalisation de plus en plus poussée des portefeuilles et à l'attention croissante que portent les gestionnaires d'actifs à la composante de change sur les résultats de leur gestion.

À la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, quelques grands *hedge funds* se sont imposés comme des acteurs majeurs des marchés de change ; plusieurs d'entre eux ont été amenés, par la suite, à réduire, voire arrêter, leur activité en raison de contre-performances financières. Depuis quelques années, on note cependant une nouvelle phase d'expansion de la « gestion alternative », se traduisant par la création de fonds à effet de levier de taille petite ou moyenne (quelques dizaines à quelques centaines de millions de dollars en gestion). Fréquemment actifs sur les marchés de change, ceux-ci fondent généralement leurs stratégies sur l'analyse technique et une approche systématique s'appuyant sur l'utilisation de modèles statistiques.

Parallèlement à ce renouveau des *hedge funds*, on assiste à une plus grande diversification internationale des portefeuilles et à une gestion plus discrétionnaire (et non plus seulement passive) du risque de change. Le change est alors, de plus en plus couramment considéré comme une classe d'actifs spécifique permettant, s'ils sont correctement gérés, de réaliser un meilleur arbitrage rendement-risque. La gestion de la composante change est parfois sous-traitée ou déléguée par les sociétés de gestion de portefeuilles à des gestionnaires spécialisés en interne ou en externe (*currency overlay managers*).

## 2.4. Polarisation de l'activité autour d'un nombre réduit de devises

### Évolution de la structure par devises de l'activité (total 200 %)

	1992	1995	1998	2001
Dollar des États-Unis	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro				37,6
Deutsche mark	39,6	36,1	30,1	
Monnaie du SME et écu	55,2	59,7	52,5	
Yen	23,4	24,1	20,2	22,7
Livre britannique	13,6	9,4	11,0	13,2
Franc suisse	8,4	7,3	7,1	6,1
Couronne suédoise	1,3	0,6	0,4	2,6

NB : Le total de 200 %, au lieu de 100 %, s'explique par le fait que deux monnaies sont impliquées dans chaque transaction. Une transaction EUR/USD est ainsi comptée deux fois : une première fois parmi les transaction impliquant l'euro et une seconde fois parmi celles impliquant le dollar.

Source : BRI

L'introduction réussie de l'euro d'une part, et la mondialisation de l'économie d'autre part, ont contribué à renforcer la nature « polarisée » du système monétaire international autour de trois devises majeures, à savoir le dollar, l'euro et le yen.

En tant que tel, l'avènement de l'euro a été un facteur mécanique de contraction des volumes de transactions sur les marchés de change, dans la mesure où il a éliminé *ipso facto* l'ensemble des transactions *intra*-SME. Les estimations des professionnels de marché et les statistiques de la BRI se recoupent pour estimer que la « consolidation » en une monnaie unique de 11, puis 12 monnaies (13, si l'on ajoute l'écu) a entraîné la disparition d'environ 6 % du chiffre d'affaires global. Mais, si l'on tient compte du fait que les transactions *intra*-SME avaient déjà diminué (du fait de la très grande stabilité des cours) avant le 1<sup>er</sup> janvier 1999, on peut évaluer à plus de 10 % l'impact sur le marché de la création de l'euro.

Si la tendance à la polarisation est patente, elle est cependant quelque peu contrebattue par la timide montée en régime de quelques monnaies émergentes qui accèdent à une convertibilité limitée et, surtout, par un regain d'intérêt pour des monnaies « périphériques » comme le dollar canadien et la couronne suédoise. Ces monnaies et leur centre financier d'origine ont ainsi bénéficié des besoins de diversification accrus des gestionnaires de portefeuille.

## 2.5. La montée en régime des systèmes électroniques

Les systèmes de transaction électronique jouent, sur les marchés de change, un rôle croissant. Déjà dominants depuis plusieurs années sur le compartiment interbancaire du change au comptant, où les deux systèmes concurrents EBS et Reuters assurent, estime-t-on généralement, plus de 75 % des échanges interbancaires sur les principaux couples de devises, les systèmes de transaction électronique se développent sur d'autres segments des marchés de change avec un succès variable.

L'apparition des « courtiers électroniques » EBS et Reuters, au début des années quatre-vingt-dix, a représenté une innovation majeure et profondément structurante pour les marchés de change. De fait, ceux-ci sont passés insensiblement d'un schéma de marché de gré-à-gré, où les cotations étaient obtenues auprès de teneurs de marché (*market-makers*), à un schéma plus proche d'une bourse électronique, où les ordres d'achat et de vente sont appariés par le système.

Cependant, les courtiers électroniques n'ont pas réussi à s'imposer sur d'autres compartiments des marchés de change, où les produits sont moins parfaitement fongibles (change à terme, options), en raison de la multiplicité de leurs paramètres (échéance, prix d'exercice, volatilité, taux d'intérêt) et de l'existence d'un risque de contrepartie plus important.

L'utilisation de plates-formes Internet se développe, en revanche, assez rapidement dans les relations banques-clients (*business to consumers* (B2C)) sur le change au comptant.

Pour les banques, la mise en place de telles plates-formes représente, certes, un investissement de départ assez lourd, mais permet de faire des économies de coût de main d'œuvre (diminution du nombre de cambistes clientèle ou redéploiement de ceux-ci sur des opérations à plus forte valeur ajoutée).

Pour les clients, la gestion administrative des opérations peut être facilitée, dans la mesure où ces plates-formes proposent l'automatisation du traitement administratif des opérations (*straight-through-processing*). Des gains peuvent également être obtenus en termes de rapidité et de sécurité par rapport à des opérations négociées au téléphone. Si les plates-formes « propriétaires » n'ont connu qu'un succès assez limité, le potentiel de développement des plates-formes multi-banques (où plusieurs banques peuvent être contactées *via* un système unique, assurer des cotations à la demande et peuvent donc instantanément être mises en concurrence) apparaît plus important, ces plates-formes étant généralement plus appréciées des clients. Toutefois, si un début de consolidation a commencé à apparaître du côté de l'offre de systèmes, aucun véritable standard de marché ne s'est encore imposé et les quelques plates-formes existantes ne sont parvenues à capter qu'une proportion des transactions assez modeste (de l'ordre de 10 %), rencontrant l'essentiel de leurs succès sur les opérations de faible montant unitaire ; pour les opérations de plus grande taille, les clients souhaitent les conseils des spécialistes de leurs banques et une exécution plus personnalisée.

Globalement, les systèmes électroniques ont accru la transparence des marchés de change et simplifié le processus de découverte et de formation des prix. La baisse des volumes de transactions, qui en a mécaniquement résulté, ne traduit donc pas une dégradation de la liquidité des marchés de change mais simplement un mode différent d'organisation et de fonctionnement de ces marchés, à bien des égards plus efficace que celui qui prévalait jusqu'à la fin des années quatre-vingt.

### 3. Perspectives et conclusion

Les marchés de change ont enregistré des évolutions profondes au cours des dix à quinze dernières années, passant d'un mode de fonctionnement où les transactions « en direct » ou *via* courtier étaient dominantes à un autre, où les « courtiers électroniques » assurent la majeure partie des transactions. Parallèlement, le marché est passé d'une structure atomisée, proche du modèle de concurrence pure et parfaite, à une structure beaucoup plus concentrée, où quelques grandes banques « globales » voient passer une part importante des flux traités.

De la combinaison du processus de concentration et de rationalisation dans les banques et les entreprises non financières, d'une part, et de la montée en puissance du *trading* électronique, d'autre part, a résulté une baisse substantielle des volumes d'activité recensés sans que, cependant, une moindre liquidité du marché ait pu être mise en évidence.

Les évolutions enregistrées au cours des dernières années ont généralement été perçues positivement par les intervenants de marché : la transparence s'est accrue, alors même que la concurrence reste vive et se traduit par des marges étroites pour les teneurs de marché (*market-makers*).

Les changements structurels déjà largement engagés sont sans doute appelés à se poursuivre et à s'intensifier. Le processus de concentration dans le secteur bancaire est loin d'être achevé. La « polarisation » devrait se trouver naturellement accentuée à moyen terme par l'adhésion des « pays accédants » à la zone euro. En outre, les systèmes de transaction électroniques banques-clients, qui n'ont rencontré, jusqu'ici, qu'un succès limité, sont, selon toute vraisemblance, amenés à connaître un développement rapide. Enfin, le démarrage encourageant et la montée en régime de CLS ne peuvent que renforcer les tendances à la concentration déjà évoquées et l'évolution des marchés de change vers un modèle de fonctionnement proche d'une bourse ou d'un marché organisé.

Ces changements, en cours ou prévisibles, ne sont pas sans susciter quelques inquiétudes chez les professionnels et les observateurs de marchés : ne se rapproche-t-on pas d'une structure de marché oligopolistique, n'y a-t-il pas de risque d'assèchement de la liquidité autrefois entretenue par une multitude de teneurs de marché, n'est-on pas confronté, en raison de la prolifération de systèmes électroniques concurrents et de l'avènement de CLS, à un risque de segmentation du marché ? Ces questionnements sont légitimes, mais les risques ne doivent pas être surestimés : les mutations accomplies, comme celles qui se profilent, répondent à une recherche très légitime et opportune d'une plus grande efficacité. Sous réserve que les risques associés soient suffisamment maîtrisés, elles doivent être envisagées positivement.

## Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 2001

*Les délais de paiement, mesurés à partir des données comptables des entreprises recensées dans le Fichier bancaire des entreprises de la Banque de France, ont nettement diminué en 2001, que ce soit dans les seules entreprises de l'industrie ou dans celles de l'ensemble de l'économie.*

*Les délais clients ont baissé de 2,8 jours de chiffre d'affaires dans l'industrie et de 2,1 jours sur l'ensemble de l'économie. Ils retrouvent ainsi la tendance longue à la baisse qui s'était interrompue en 1999 et 2000.*

*Le repli des délais fournisseurs a également été prononcé en 2001, avec un recul de 3,9 jours d'achats dans l'industrie et de 2,5 jours pour l'ensemble de l'économie, ce qui les remet dans la tendance observée depuis 1989. Cette diminution des délais de paiement a été accentuée par le biais statistique lié au ralentissement de l'activité fin 2001<sup>1</sup>.*

*Le solde du crédit interentreprises est resté stable sur l'ensemble de l'économie à 14,6 jours de chiffre d'affaires, comme en 2000, mais a enregistré une faible remontée de 0,3 jour pour les seules sociétés industrielles. Toutefois, son évolution n'est pas homogène depuis plusieurs années au sein de l'ensemble des firmes ; elle est, en effet, fortement corrélée à la taille des entreprises. Les variations par rapport à 2000 sont faibles pour les très petites entreprises (+ 0,2 jour à 9,7 jours de chiffre d'affaires) et quasi stables dans les PME (– 0,1 jour à 22 jours de chiffre d'affaires). En revanche, une réduction de 1,7 jour est observée dans les grandes firmes, dont le solde du crédit interentreprises passe, pour la première fois depuis 1989, très légèrement en dessous de celui des PME.*

*La comparaison internationale effectuée dans l'industrie grâce à la base BACH, qui ne peut être menée qu'en structure de bilans, montre une grande stabilité de la situation relative des pays étudiés sur l'ensemble de la période 1989-2000.*

*En matière de délais de paiement, la France est plus proche des pays qui effectuent des règlements tardifs (Espagne et Italie) que de ceux dont les pratiques commerciales privilégient les règlements plus rapides (Allemagne et États-Unis).*

Bernard BARDES  
Direction des Entreprises  
Observatoire des entreprises

<sup>1</sup> En effet, la mesure des délais clients comme celle des délais fournisseurs consiste à rapporter un stock de créances ou de dettes, en fin d'exercice et donc modulé par la situation conjoncturelle de fin d'année, à un chiffre d'affaires ou à un montant d'achats annuel.



L'Observatoire des entreprises analyse, chaque année, l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises <sup>2</sup> à partir des données comptables collectées dans la base du Fichier bancaire des entreprises (FIBEN <sup>3</sup>). Les travaux réalisés dans ce domaine permettent de mieux connaître le rôle de ce mode de financement, supérieur en volume aux crédits de trésorerie accordés aux entreprises non financières par l'ensemble des établissements de crédit <sup>4</sup>.

La réflexion des instances nationales (Conseil national du crédit et du titre ou Observatoire des délais de paiement) et européennes sur ces questions a amené la Commission européenne à vouloir modifier les pratiques de règlements entre entreprises par le biais de directives appelées à être transposées dans les droits nationaux des pays membres.

Une première directive européenne (n° 2000-35/CE du 29 juin 2000) avait traité des questions relatives aux *retards* de paiement <sup>5</sup>.

Depuis, un certain nombre de mesures sur les délais de paiement ont été prises en 2001, dans le cadre de la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 (cf. encadré en fin d'article). Celle-ci instaure notamment comme règle générale que « sauf dispositions contraires figurant aux conditions de vente ou convenues entre les parties, le délai de règlement des sommes dues est fixé au trentième jour suivant la date de réception des marchandises ou d'exécution de la prestation demandée ».

Le commentaire ci-après s'appuie sur les statistiques détaillées de données en moyennes de ratios publiées en novembre 2002 par l'Observatoire des entreprises sur la période 1989-2001 <sup>6</sup>, ainsi que sur des statistiques de ratios moyens. La provenance comptable des données permet de mesurer les délais effectifs de paiement constatés en fin d'exercice dans les bilans annuels, mais non l'existence d'éventuels retards par rapport aux règlements décidés contractuellement lors des transactions commerciales.

<sup>2</sup> Cf. l'encadré en fin d'article pour la définition précise des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises

<sup>3</sup> FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) est un fichier de renseignements créé et géré par la Banque de France pour répondre à ses propres besoins et à ceux des établissements de crédit. Il recense des informations de diverses natures (données descriptives et comptables) sur 2,7 millions d'entreprises et compte environ 200 000 bilans annuels.

<sup>4</sup> Selon la base Suse de l'INSEE, le volume des créances commerciales a été évalué à 368,8 milliards d'euros fin 1999. À titre de comparaison, les crédits de trésorerie des établissements de crédit aux entreprises s'élevaient, la même année, à 140 milliards d'euros. Les dettes commerciales sont, par nature, d'un montant très proche de celui des créances, la différence étant due aux créances sur les administrations et le reste du monde. C'est en s'attachant au solde des dettes fournisseurs et créances clients par types d'entreprises et par secteurs que l'on peut analyser de façon pertinente le crédit interentreprises.

<sup>5</sup> B. Bardes : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 1999 », *Bulletin de la Banque de France* n° 84, décembre 2000, pp. 63 à 81

<sup>6</sup> B. Bardes, D. Cochonneau, M. Nivelais (2002) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises – Statistiques de 1992 à 2001 en nomenclature NAF », Observatoire des entreprises, Banque de France. Dans ce document, les résultats de 1989 sont repris dans les graphiques, mais non dans les tableaux pour des raisons de présentation

## 1. Les délais clients

### 1.1. Un net recul en 2001

La tendance longue à la diminution des délais clients s'était interrompue en 1999 et 2000 avec le développement sensible de l'activité des entreprises sur cette période <sup>7</sup>. Elle est réapparue très nettement l'an dernier.

Les délais clients, exprimés en moyennes de ratios de façon à mieux appréhender le comportement d'une population d'entreprises en donnant un poids égal à chacune, ont, en effet, fortement baissé l'an dernier (- 2,1 jours) sur l'ensemble de l'économie (cf. graphique 1) comme pour les seules entreprises de l'industrie (- 2,8 jours) (cf. graphique 4). Le repli est aussi général en termes de ratios moyens. Ces évolutions ont compensé les progressions enregistrées au cours des deux années précédentes et ramènent les délais clients à leur niveau de 1998. Ils atteignent ainsi un nouveau point bas, en particulier pour les très petites entreprises.

Les mouvements sensibles constatés en 2001 sont liés au ralentissement conjoncturel de la fin de l'année, mais doivent être relativisés car les concepts de délais de paiement analysés dans cet article ne permettent pas de tenir compte des variations du chiffre d'affaires ou des achats à l'intérieur d'un exercice.

En cas de ralentissement de l'activité en fin de période, les délais de paiement (clients ou fournisseurs) ont tendance à se réduire davantage que ne le laisserait supposer l'activité économique du fait d'un biais statistique. En effet, les numérateurs utilisés (créances clients ou dettes fournisseurs) sont directement liés aux transactions commerciales des dernières semaines de l'année, alors que les dénominateurs (chiffre d'affaires ou total des achats) portent sur l'ensemble de l'exercice et sont demeurés relativement satisfaisants, en raison du dynamisme de l'économie au premier semestre 2001.

À l'inverse, en cas de reprise ou de croissance particulièrement vigoureuse, notamment en fin d'année, le biais statistique joue dans l'autre sens ; les délais de paiement (clients ou fournisseurs) ont alors tendance à augmenter. Ce mouvement a été observé en 1994, 1997 et, de nouveau, au cours de la période 1999 et 2000.

En 2000, la hausse des délais clients dans l'ensemble de l'économie était de 1,4 jour pour les grandes entreprises (4,2 jours pour celles de plus de 2 000 salariés, contre 0,8 jour pour les firmes dont l'effectif était compris entre 500 personnes et 2 000 personnes) et de 1,3 jour pour les PME, alors que ces délais diminuaient déjà de 0,4 jour dans les sociétés de moins de 20 personnes.

En 2001, l'analyse par tailles montre une baisse générale des délais clients dans l'ensemble de l'économie, de 4,2 jours dans les grandes firmes, de 2,1 jours pour les PME et de 1,9 jour dans les plus petites entreprises (cf. graphique 1).

<sup>7</sup> Cf. : « La situation des entreprises industrielles – bilan 2000 », Y. Lecoupeur, D. Lefilliatre, S. Foulcher et A. Sylvain, *Bulletin de la Banque de France* n° 93, septembre 2001

Le tassement des délais clients s'observe tant pour les entreprises de plus de 2 000 salariés (– 2,7 jours) que pour les sociétés dont l'effectif est compris entre 500 personnes et 2 000 personnes (– 4,6 jours).

Pour les seules entreprises de l'industrie (cf. graphique 4), l'évolution des délais clients est également nette : le repli d'ensemble (– 2,8 jours) provient aussi bien des grandes entreprises (– 5,1 jours) que des PME (– 2,9 jours) ou des entreprises de moins de 20 personnes (– 2,6 jours).

## 1.2. Une accentuation du repli sur longue période

La forte baisse des délais clients en 2001 accentue l'importance du tassement observé depuis 1989. Sur l'ensemble de la période 1989-2001, il a atteint 6,8 jours de chiffre d'affaires pour l'ensemble de l'économie. La baisse est identique sur les seules entreprises de l'industrie, avec des délais clients revenus de 79,5 jours en 1989 à 72,7 jours en 2001 (– 6,8 jours).

Si la tendance longue à la diminution des délais clients est générale sur la période 1989-2001, quelle que soit la taille des entreprises, le recul est plus important dans les grandes entreprises (– 7,0 jours) et dans les PME (– 6,0 jours) que dans les très petites entreprises (– 4,2 jours). Pour les seules sociétés de l'industrie, l'évolution selon les tailles apparaît plus différenciée, avec un repli de 11,8 jours dans les grandes sociétés, de 7,9 jours dans les PME, contre 3,1 jours seulement pour les très petites sociétés industrielles.

L'approche en termes de ratios moyens fait ressortir un rythme de baisse différent, mais les tendances sont similaires (cf. graphiques 1 et 4).

## 1.3. Des niveaux par secteurs très différents

Les résultats de 2001 en matière de délais clients sur l'ensemble de l'économie montrent, comme les années antérieures, des niveaux très différents selon les secteurs, niveaux directement liés aux habitudes de règlement propres à chaque métier.

Ainsi, si la moyenne non pondérée des délais clients s'est établie à 57,9 jours de chiffre d'affaires tous secteurs confondus, le niveau varie de 14,6 jours pour les entreprises de services aux particuliers à 78,7 jours dans le secteur de la construction, 82,9 jours pour les industries de biens d'équipement et 84,8 jours pour les services aux entreprises. Ces trois derniers secteurs présentent, depuis plusieurs années, les délais clients les plus élevés.

La dispersion des délais clients d'un secteur d'activité à l'autre reste ainsi beaucoup plus importante que celle observée en fonction de la taille des entreprises. L'analyse des délais de paiement selon la taille des entreprises est pertinente au sein d'un secteur d'activité, mais elle doit être menée avec prudence quand la comparaison porte sur des entreprises de secteurs différents.

De 1989 à 2001, le mouvement de baisse des délais clients a été général, quel que soit le secteur, à l'exception toutefois des entreprises de l'agriculture (+ 2,3 jours). La diminution a été surtout sensible dans les industries de biens intermédiaires (– 8,2 jours), dans celles de biens d'équipement (– 8,0 jours) et dans le commerce (– 7,5 jours).

Le tassement apparaît plus faible dans l'industrie automobile (– 3,8 jours) et dans les transports (– 2,3 jours).

En 2001, la diminution a été générale par rapport à 2000, à l'exception là encore des entreprises de l'agriculture (+ 0,6 jour).

## 2. Les délais fournisseurs

### 2.1. Un net repli en 2001

En 2000, les variations enregistrées étaient faibles (– 0,2 jour sur l'ensemble de l'économie, mais + 0,6 jour sur la seule industrie).

Au contraire, les évolutions ont été fortes en 2001 avec un recul de 2,5 jours d'achats sur l'ensemble de l'économie, ce qui montre un retour à la tendance longue de tassement des délais fournisseurs.

L'analyse par tailles montre une diminution générale de 4,7 jours dans les grandes entreprises, de 2,7 jours dans les PME, contre 2,3 jours dans les sociétés de moins de vingt personnes (cf. graphique 2).

Pour l'industrie seule, les délais fournisseurs ont aussi baissé de 3,9 jours, revenant ainsi dans la tendance observée depuis 1989. La baisse a été de 5,7 jours pour les grandes firmes, de 4,1 jours dans les PME et de 3,7 jours dans les plus petites entreprises (cf. graphique 4).

Ces évolutions ont bien sûr été accentuées par le biais statistique signalé précédemment puisque les dettes fournisseurs liées à l'activité de fin d'exercice sont rapportées à un montant annuel d'achats.

### 2.2. Une baisse importante depuis 1989

Comme pour les délais clients, l'évolution sensible des délais fournisseurs en 2001 conforte le recul observé depuis le début de la période analysée.

De 1989 à 2001, le repli a atteint 7,7 jours d'achats sur l'ensemble de l'économie ainsi que dans l'industrie. L'influence de la taille des entreprises apparaît toujours comme essentielle dans l'évolution de longue période.

Sur l'ensemble de l'économie, la baisse est de – 7,1 jours pour les très petites entreprises, – 7,2 jours dans les PME, mais seulement – 0,7 jour pour les grandes sociétés.

### 2.3. Une évolution différente selon les secteurs d'activité

Le repli des délais fournisseurs a été général sur la période 1989-2001, à l'exception des industries agroalimentaires (+ 1,6 jour). Certains secteurs ont connu une forte diminution, comme les industries de biens d'équipement (– 13,6 jours) et la construction (– 11,1 jours).

Pour l'ensemble de l'économie, les délais fournisseurs se sont établis à 67,3 jours d'achats en 2001, mais avec d'importants écarts selon les secteurs.

La dispersion a continué de diminuer : l'écart maximal est revenu de 39,6 jours en 1989 à 27,2 jours en 2001 (29,1 jours en 2000), avec, comme valeurs extrêmes, 55,4 jours pour les services aux particuliers et 82,6 jours dans les services aux entreprises.

## 3. Le solde du crédit interentreprises

### 3.1. Une quasi-stabilité en 2001

Sur l'ensemble de l'économie, le solde du crédit interentreprises est resté stable à 14,6 jours de chiffre d'affaires en 2001 comme en 2000, les délais clients évoluant de concert avec les délais fournisseurs.

Pour les seules entreprises de l'industrie, le solde du crédit interentreprises est passé de 25,0 jours en 2000 à 25,3 jours en 2001.

Le solde du crédit interentreprises évolue différemment en fonction de la taille. Il demeure pratiquement stable dans les firmes de moins de 500 salariés (respectivement + 0,2 jour dans les plus petites entreprises et – 0,1 jour dans les PME) alors qu'il se réduit de 1,7 jour dans les grandes entreprises.

Dans l'industrie, l'évolution varie selon les tailles : + 0,3 jour pour les très petites entreprises, + 0,2 jour pour les PME, mais – 0,9 jour pour les plus grandes firmes.

Le solde du crédit interentreprises s'avère sensiblement différent selon les secteurs. Certains sont toujours fortement prêteurs, c'est-à-dire qu'ils présentent un solde « créances clients – dettes fournisseurs » assez élevé, comme les services aux entreprises (48,9 jours), les transports (32,7 jours) ou les industries de biens d'équipement (32,7 jours).

Les entreprises sont structurellement emprunteuses dans d'autres activités, comme le révèle le solde négatif du crédit interentreprises (– 13,0 jours pour les services aux particuliers, – 11,1 jours pour le sous-secteur commerce et réparation automobile et – 25,5 jours pour le commerce de détail, incluant les firmes de la grande distribution).

### 3.2. Une stabilité sur longue période

L'évolution de 2001 vérifie, une fois de plus, la relative stabilité d'ensemble du solde du crédit interentreprises (cf. graphiques 3 et 6) et la variation de 1989 (14,2 jours) à 2001 (14,6 jours) reste faible.

Derrière cette quasi-stabilité d'ensemble, il y a des évolutions différentes selon la taille des entreprises.

Le constat fait dans les années antérieures est confirmé par les résultats de 2001 : de 1989 à 2001, l'évolution du crédit interentreprises a été caractérisée, dans l'ensemble de l'économie, comme dans les seules entreprises de l'industrie, par un allongement progressif pour les très petites entreprises, un léger repli pour les PME et une nette diminution pour les grandes sociétés.

Ainsi, dans l'ensemble de l'économie, le solde pour les plus petites entreprises est passé de 4,1 jours en 1989 à 9,7 jours en 2001 (9,5 jours en 2000). Celui des PME s'est effrité (22,0 jours en 2001, contre 23,1 jours en 1989), alors que celui des grandes entreprises a reculé de 28,5 jours en 1989 à 21,9 jours (22,8 jours en 2000). Pour ces dernières, il s'est établi, pour la première fois, un peu en dessous de celui des PME.

L'amélioration significative de la situation des grandes sociétés vient surtout de la réduction des délais clients (les phénomènes d'affacturage ou de titrisation peuvent partiellement expliquer la diminution des créances commerciales inscrites à l'actif du bilan), alors que les délais fournisseurs sont stables.

Dans l'industrie, les différences sont également importantes. Le solde du crédit interentreprises est passé de 18,9 jours à 23,7 jours pour les très petites entreprises, alors que celui des PME est revenu de 31,6 jours à 26,8 jours (26,9 jours en 2000). Dans les grandes sociétés, la baisse est de 14,3 jours (de 33,5 jours en 1989 à 19,2 jours en 2001).

L'alourdissement progressif du solde du crédit interentreprises a amené les très petites entreprises à faire davantage appel à des sources de financement bancaire.

## 4. Comparaison internationale sur longue période

### 4.1. En tendance, une baisse générale limitée du poids des créances clients

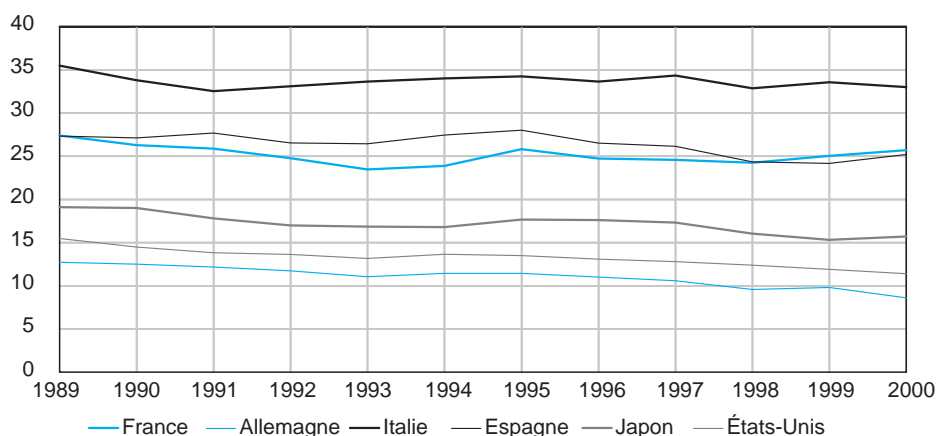
Il est possible de comparer le poids des créances clients au sein des différents pays grâce à la base BACH<sup>8</sup>, base de comptes harmonisés sur les entreprises, et d'apporter ainsi un éclairage sur cet aspect des relations commerciales très lié aux habitudes de facturation. La comparaison porte sur six pays (la France et ses principaux partenaires commerciaux) et concerne les entreprises de l'industrie pendant la période 1989-2000.

Avant toute interprétation, il est nécessaire de rappeler que les comparaisons internationales en niveau sont toujours à manier avec prudence car les concepts et les règles comptables varient d'un pays à l'autre malgré les efforts d'harmonisation menés pour la constitution de la base BACH<sup>9</sup>.

L'approche méthodologique retenue dans la base BACH privilégie l'analyse en structure de bilans ; pour cette comparaison internationale, les créances clients<sup>10</sup> sont donc rapportées au total du bilan.

#### Poids des créances clients dans le total des bilans Industrie

(en %)



<sup>8</sup> BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized*) est une base de données gérée et distribuée par la direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission européenne. BACH contient des informations agrégées et harmonisées sur les comptes annuels des entreprises non financières, et couvre onze pays européens, le Japon et les États-Unis. Les résultats sont disponibles avec un décalage d'un an par rapport aux chiffres nationaux.

<sup>9</sup> Dans la liasse fiscale, les créances clients et les dettes fournisseurs comprennent, en France, les créances commerciales et les dettes commerciales vis-à-vis des groupe et associés, alors qu'elles sont exclues en Allemagne. La méthodologie Centrale de bilans de la Banque de France permet de les identifier.

<sup>10</sup> Le schéma comptable de la base BACH repose sur une décomposition de l'actif net. En conséquence, le poste amortissements et provisions (BY) est soustrait au poste clients et comptes rattachés (BX).



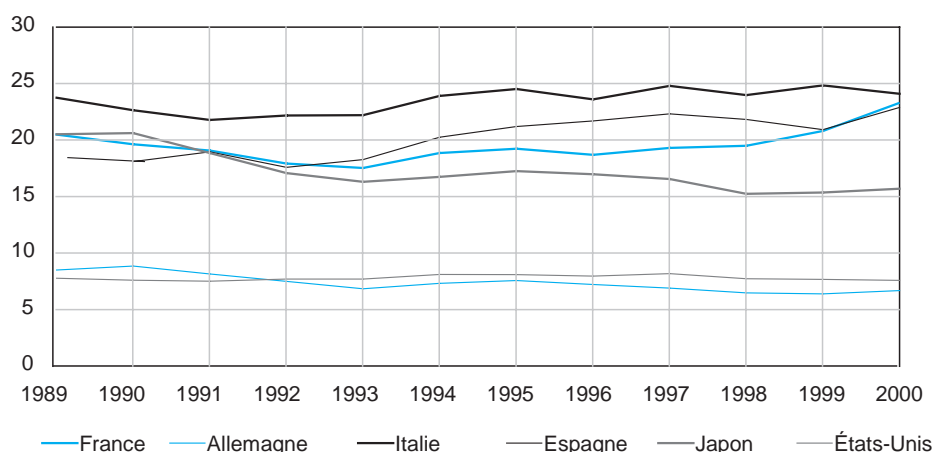
L'élément notable pour les six pays est la tendance générale à une baisse limitée des créances clients en proportion du total des bilans sur l'ensemble de la période. Les résultats de 2000 font toutefois ressortir une légère remontée pour la France, l'Espagne et le Japon. Dans notre pays, le rapport « créances clients/total du bilan » est, depuis 1998, légèrement supérieur à celui constaté en Espagne.

#### 4.2. Des évolutions plus différenciées du poids des dettes fournisseurs

La base BACH permet également de comparer le niveau et l'évolution des dettes fournisseurs dans ces mêmes pays. Pour cela, les dettes fournisseurs sont comparées au total des bilans dans l'industrie, car la notion d'achats utilisée précédemment pour la France n'est pas disponible pour tous les pays.

##### Poids des dettes fournisseurs dans le total des bilans Industrie

(en %)



Le poids des dettes fournisseurs dans le total des bilans évolue aussi lentement dans tous les pays étudiés ; mais, sur l'ensemble de la période, il remonte dans certains pays (Espagne et France), contrairement au poids des créances clients.

La mise en perspective effectuée en prenant en même temps en compte le poids des créances clients fait apparaître trois types de comportement :

- en France, en Italie et en Espagne, les délais de règlement sont élevés ;
- aux États-Unis et en Allemagne, les habitudes commerciales conduisent à des règlements relativement rapides ;
- au Japon, les créances clients et les dettes fournisseurs se situent à des niveaux médians par rapport à ce qui est observé dans les autres pays.

En conclusion, l'année 2001 a été marquée, en France, par un retour à la tendance longue, observée depuis 1989, de diminution des délais clients et des délais fournisseurs. Le mouvement de baisse provient de plusieurs éléments dont l'importance respective ne peut toutefois être établie par l'analyse à partir des bilans :

- l'évolution des habitudes de paiement qui se constate sur les courbes de tendances longues ;
- le biais statistique, lié au ralentissement conjoncturel observé en 2001 : les flux de créances et de dettes sur la fin d'année sont moindres, alors que les montants de chiffre d'affaires et d'achats auxquels ils sont rapportés reflètent l'activité moyenne de l'année ;
- les premiers effets de la loi NRE du 15 mai 2001, qui impose un délai de paiement général à 30 jours sauf spécifications contraires ;
- un recours accru aux opérations de titrisation des créances clients, surtout pratiqué par les grandes entreprises, qui expliquerait partiellement le repli plus important des délais clients dans les firmes de cette taille.

### Définitions

Une bonne compréhension des véritables enjeux du crédit interentreprises nécessite une définition précise des concepts utilisés. Les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peuvent être appréhendés de deux façons.

D'un point de vue micro-économique :

– le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;

– le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;

– le solde du crédit interentreprises correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.

On calcule ensuite des moyennes de ratios individuels, aussi appelées « moyennes non pondérées ». Cette approche micro-économique, où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.

D'un point de vue macro-économique :

– pour les délais de paiement, on calcule le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, ces totaux étant respectivement rapportés au total cumulé des chiffres d'affaires et au total cumulé des achats, et toujours multipliés par 360 pour être exprimés en jours (de chiffre d'affaires ou d'achats) ;

– le solde du crédit interentreprises est égal à la différence entre le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, cette différence étant rapportée au total cumulé des chiffres d'affaires et multipliée par 360.

Cette approche macro-économique accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc plus particulièrement le comportement des grandes entreprises.

Elle repose sur le calcul d'un ratio moyen, qui peut être interprété comme une moyenne des ratios individuels, pondérés par le dénominateur de chaque ratio.

Les entreprises subissent une charge d'endettement car l'encours total des créances clients des entreprises est supérieur à celui de leurs dettes fournisseurs. Ceci est dû à plusieurs facteurs.

– D'une part, les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients ne sont pas inclus dans les créances clients et les dettes fournisseurs. Or, si ces postes sont de faibles montants dans la plupart des secteurs, ils jouent, pour les avances clients, un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment.

– D'autre part, les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent comme clients et fournisseurs, non seulement des entreprises, mais également l'État, les collectivités locales, les ménages et les non-résidents.

Les travaux de l'Observatoire des entreprises à partir de la base FIBEN ont, jusqu'à présent, privilégié l'approche micro-économique pour analyser le comportement de l'entreprise-type. En effet, l'approche macro-économique nécessite une information sur l'ensemble des entreprises car l'absence éventuelle d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux ou/et des tendances macro-économiques. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur la période 1989-2001 et la confrontation des évolutions macro-économiques issues de la base FIBEN avec celles de la base Suse de l'Insee suggèrent que, si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macro-économiques calculées à partir de la base FIBEN sont représentatives.

**Les nouvelles conditions de vente entre professionnels  
Incidences de la loi NRE du 15 mai 2001**

*La loi relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) réforme de nombreux domaines du droit économique, notamment la facturation, les délais de paiement et les conditions de vente entre professionnels.*

*En se conformant à la directive européenne du 29 juin 2000 sur les délais de paiement, la loi du 15 mai 2001 fixe le délai de paiement entre entreprises à 30 jours suivant la date de réception de la marchandise ou de l'exécution de la prestation. Ce délai ne s'impose toutefois pas aux entreprises, qui peuvent choisir un délai différent, en le prévoyant soit dans les conditions générales de vente (CGV) soit dans leurs contrats. Ces conditions ne doivent être ni injustifiées, ni discriminatoires, ni abusives.*

*Lorsque le délai de paiement est supérieur à 45 jours, l'acheteur doit fournir une lettre de change ou un effet de commerce du montant de la facture augmenté, le cas échéant, des pénalités de retard. Si le délai de paiement conduit à dépasser le délai de paiement prévu par le contrat de vente, les pénalités de retard prévues aux CGV sont automatiquement appliquées, sans demande du fournisseur.*

*Les marchés publics sont traités de façon spécifique, par un décret qui fixe, en particulier, les modalités des intérêts moratoires applicables de plein droit.*

*Des pénalités de retard doivent être obligatoirement prévues lorsque le client ne respecte ni la date de règlement mentionnée sur la facture, ni le délai de paiement prévu par les conditions générales de ventes. Celles-ci doivent, en outre, mentionner les conditions d'application et le taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles le jour suivant la date de règlement figurant sur la facture (Code de commerce, article 441-6, alinéa 3).*

*Sauf disposition contraire, qui ne peut toutefois fixer un taux inférieur à 1,5 fois le taux d'intérêt légal, le taux des pénalités de retard est égal au taux d'intérêt appliqué par la Banque centrale européenne à son opération de refinancement la plus récente majoré de 7 points.*

*La mention du taux des pénalités de retard doit désormais figurer sur les factures (Code du commerce article L 441-3, alinéa 4).*

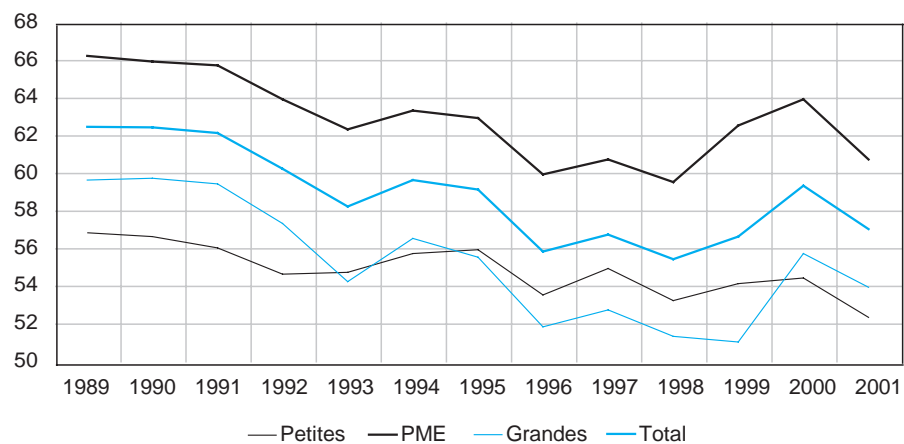
*Jusqu'à présent, il était possible de ne pas réclamer aux clients le paiement des pénalités de retard, si cela n'était pas discriminatoire et abusif. Il fallait que la clause des CGV soit rédigée de façon à ce que l'administration n'y trouve pas motif de redressement.*

*Il est désormais prévu explicitement au Code du commerce que les « pénalités de retard sont exigibles sans qu'un rappel soit nécessaire ». Le non-respect par un client des délais de règlement fait donc automatiquement naître, au profit du vendeur, une créance certaine. En tant que telle, celle-ci doit être comptabilisée et fiscalisée dans l'exercice au cours duquel le délai de paiement a expiré.*

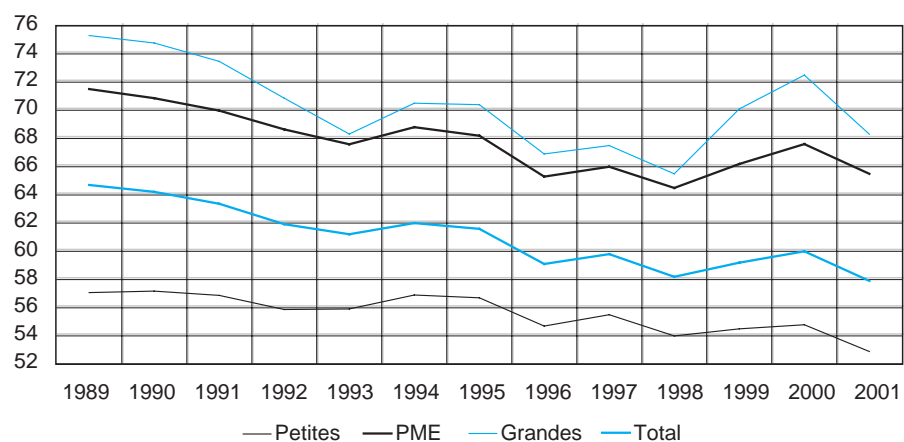
Graphique 1

**Délais clients par tailles de 1989 à 2001**  
Ensemble de l'économie en jours de chiffre d'affaires

(ratios moyens en %)



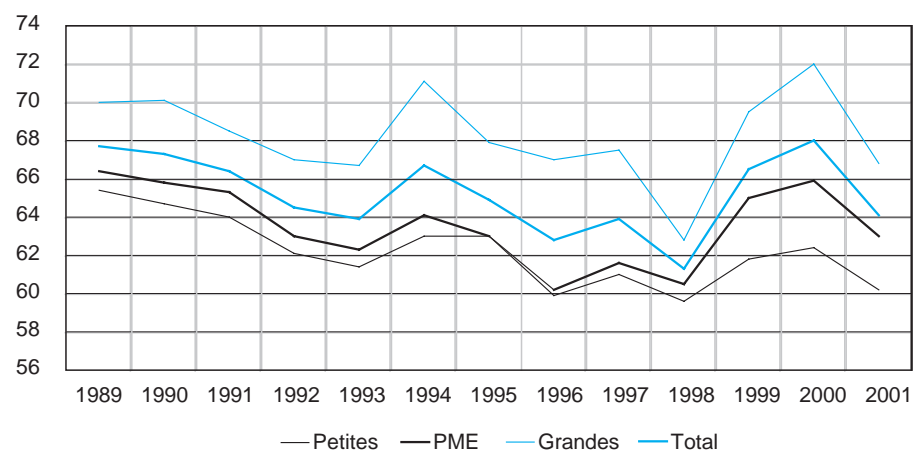
(moyennes de ratios en %)



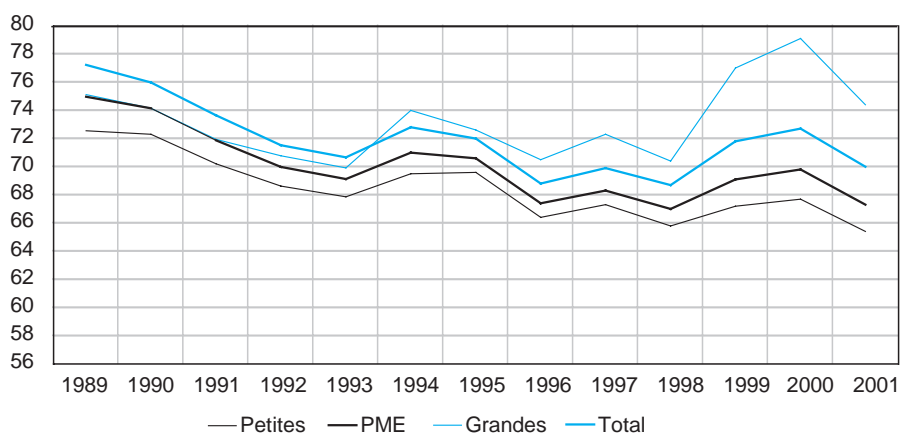
Graphique 2

**Délais fournisseurs par tailles de 1989 à 2001**  
 Ensemble de l'économie en jours d'achats

(ratios moyens en %)



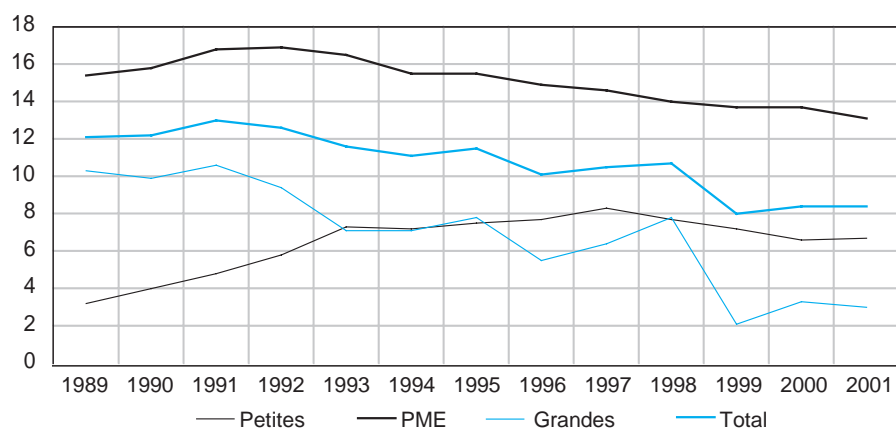
(moyennes de ratios en %)



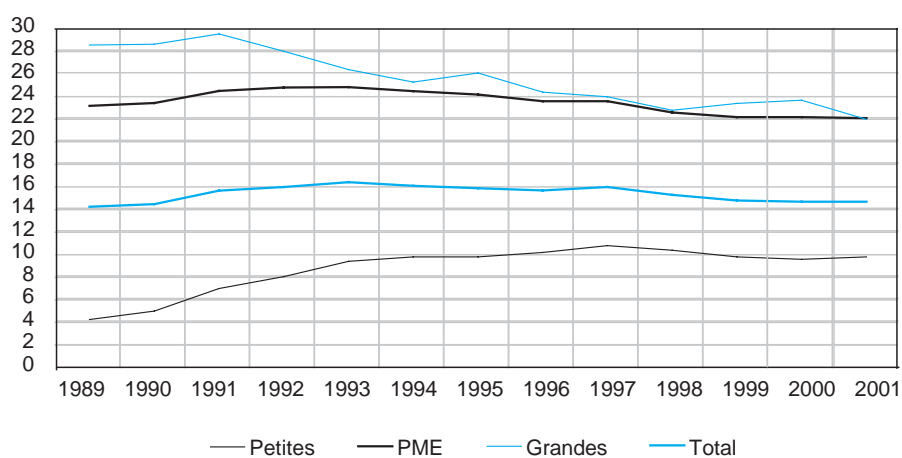
Graphique 3

**Solde du crédit interentreprises par tailles de 1989 à 2001**  
Ensemble de l'économie en jours de chiffre d'affaires

(ratios moyens en %)



(moyennes de ratios en %)

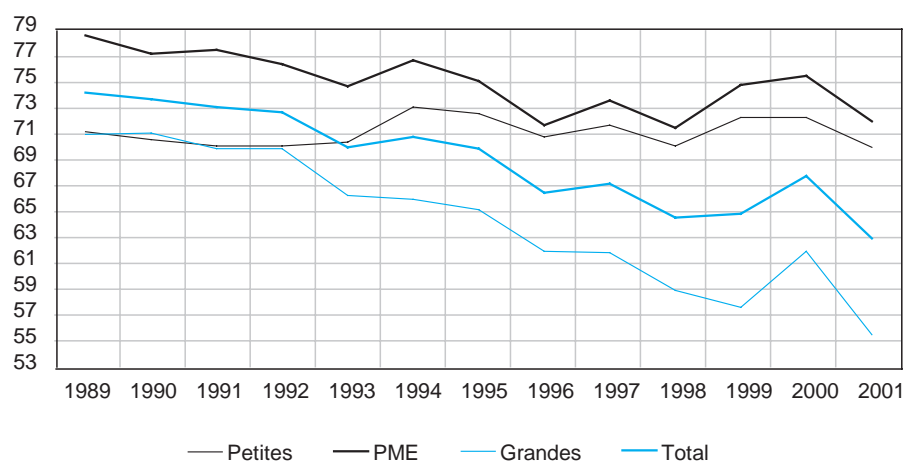




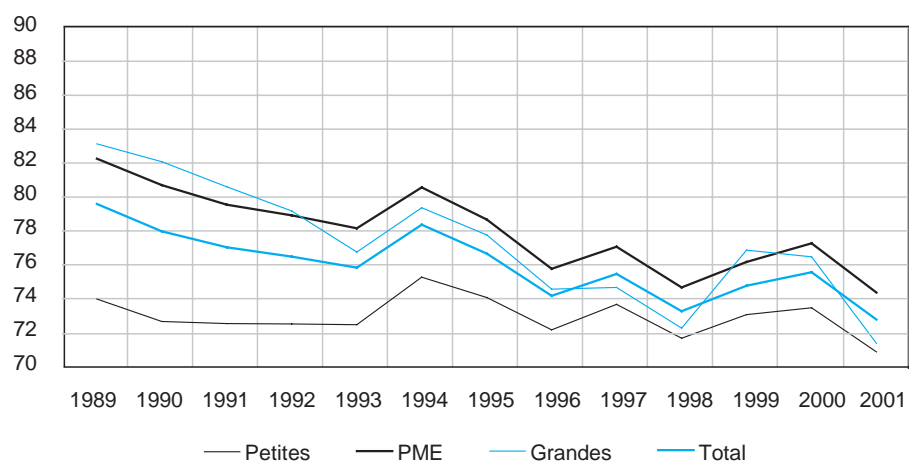
Graphique 4

**Délais clients par tailles de 1989 à 2001**  
 Industrie en jours de chiffre d'affaires

(ratios moyens en %)



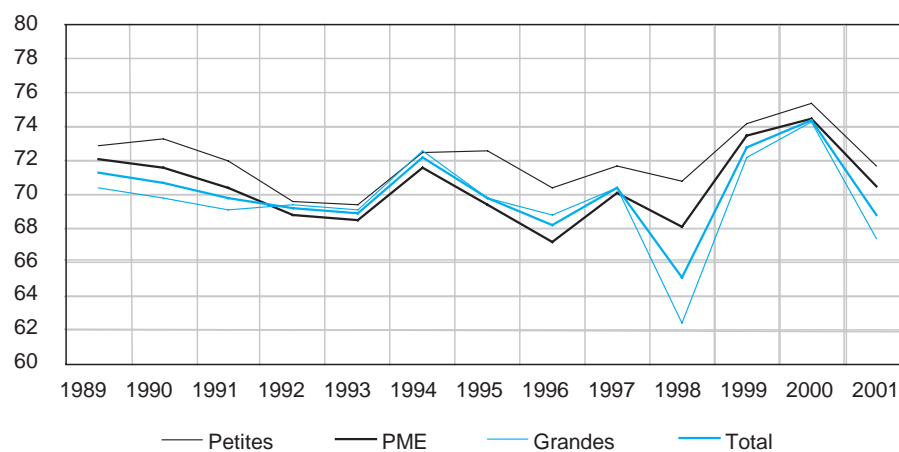
(moyennes de ratios en %)



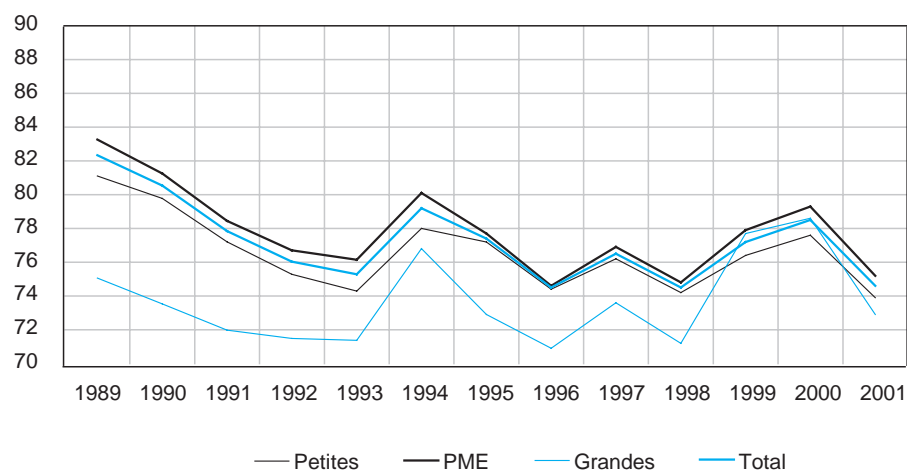
Graphique 5

**Délais fournisseurs par tailles de 1989 à 2001**  
Industrie en jours d'achats

(ratios moyens en %)



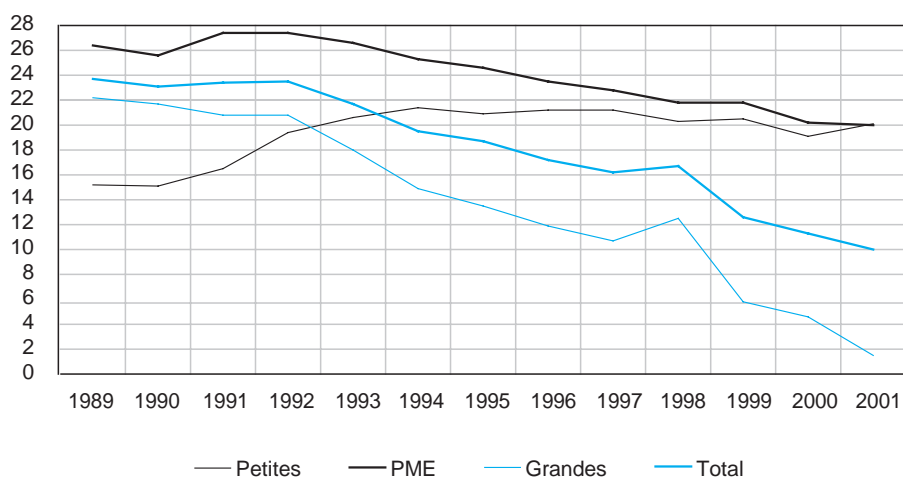
(moyennes de ratios en %)



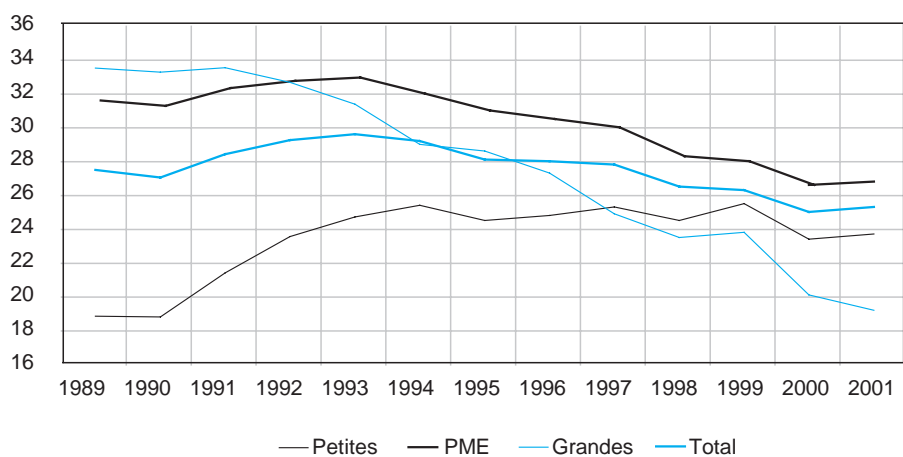
Graphique 6

**Solde du crédit interentreprises par tailles de 1989 à 2001**  
 Industrie en jours de chiffre d'affaires

(ratios moyens en %)



(moyennes de ratios en %)



## Bibliographie

B. Bardes, D. Cochonneau et M. Nivelais : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1992 à 2001 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, Banque de France, 2002

B. Bardes : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 96, décembre 2001, p. 59-76

B. Bardes et M. Nivelais : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1991 à 2000 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, Banque de France, 2001

B. Bardes : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 1999 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 84, décembre 2000, p. 63-81

B. Bardes, D. Cochonneau et C. Truy : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1990 à 1999 en nomenclature NAF » *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, Banque de France, 2000

B. Bardes : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 1998 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 74, février 2000, p. 63-79

B. Bardes, D. Cochonneau et M. Nivelais : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1989 à 1998 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, Banque de France, 1999

« Sixième rapport de l'Observatoire des délais de paiement », Conseil national du crédit et du titre, septembre 1998

M. Dietsch : « Atouts et handicaps du crédit client face au crédit bancaire », *Revue d'économie financière*, n° 46, mars 1998, p. 175-193

M. Dietsch et É. Kremp : « Le crédit interentreprises bénéficie plus aux grandes entreprises qu'aux PME », *Économie et statistique* n° 314, p.25-37, 1998

É. Kremp et B. Bardes : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1997 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 60, décembre 1998, p. 109-123

É. Kremp, B. Bardes, M. Nivelais et C. Truy : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1988 à 1997 en nomenclature NAF », Observatoire des entreprises, Banque de France, 1998



## Résumé d'étude

Le texte intégral de l'étude résumée ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)).

### Les opérations internationales des banques résidentes en France au deuxième trimestre 2002

*L'encours des créances internationales du système bancaire résident en France a progressé de 8,6 % au deuxième trimestre 2002, pour atteindre 834,9 milliards de dollars à fin juin. Cette progression est toutefois entièrement due à un effet de change positif lié à la dépréciation du dollar par rapport aux principales devises.*

*La part des prêts bancaires reste prépondérante par rapport à celle des créances sous forme de titres (deux tiers contre un tiers de l'encours), bien qu'en repli sur un an.*

*Dans un contexte international marqué par la fragilité des marchés boursiers, l'évolution du portefeuille de titres des banques résidentes fait apparaître des cessions nettes d'actions et titres d'OPCVM, au profit d'achats de titres de dette publique notamment. Dans ce mouvement de repli vers la qualité, les banques résidentes ont plutôt privilégié les titres émis par les pays industrialisés (progression de 16,8 % de l'encours détenu) par rapport aux titres émergents. De même, l'accroissement des prêts bancaires internationaux s'est essentiellement porté sur les pays industrialisés (8,8 %) et sur le Japon en particulier (37,3 %).*

*L'augmentation des engagements internationaux du système bancaire résident (+ 5,8 %, à 902,9 milliards de dollars) est, elle aussi, imputable à l'effet de la dépréciation du dollar. La structure des engagements révèle un tassement de la part des emprunts bancaires au profit des dettes représentées par un titre, même si les premiers représentent toujours plus de 70 % de l'encours. 45 % des emprunts bancaires internationaux des banques résidentes sont libellés en euros, soit une progression de près de 23 % de la part de l'euro comme monnaie de libellé sur un an.*

*À l'échelle mondiale, le système bancaire résident en France représente 5,9 % des créances bancaires internationales recensées par la BRI et 6,5 % des engagements. Ces chiffres placent la France au sixième rang mondial derrière le Royaume-Uni, le Japon, l'Allemagne, les États-Unis et les Îles Caïmanes, pour les créances, et au cinquième rang pour les engagements, classement inchangé par rapport au trimestre précédent.*

Françoise SAVAJOL  
Direction de la Balance des paiements  
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)





# Bulletin officiel

*Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur Internet ([www.banque-france.fr/textes/main.htm](http://www.banque-france.fr/textes/main.htm)). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

## Sommaire

### **Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire**

#### Banque de France

Avis n° 03-02 du 6 janvier 2003 du directeur général des Études et des Relations internationales relatif à la collecte d'informations statistiques portant sur la détention de titres d'OPCVM monétaires

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit  
– en octobre 2002  
– additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de septembre 2002

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement  
– en octobre 2002

#### Commission bancaire

Accord entre la Commission bancaire et la Banque de Slovaquie du 8 novembre 2002 concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel

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

#### Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor  
Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés  
Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

---

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



# Statistiques

## Sommaire

	Tableau n°	Page
<b>Environnement international</b>		
Croissance du produit intérieur brut	1	S1
Prix à la consommation	2	S2
Taux de chômage	3	S3
Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro	4	S4
Taux d'intérêt des euromonnaies	5	S5
<b>Données de référence nationales</b>		
Tableau de bord de l'économie française	6	S6
Situation hebdomadaire de la Banque de France	7	S8
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de liquidité bancaire	8	S10
Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital	9	S11
Balance des paiements : compte financier	10	S13
<b>Placements et financements de l'économie nationale</b>		
Méthodologie (tableaux 11 à 25)		S15
Bilan de la Banque de France	11	S16
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	12	S17
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	13	S18
Engagements monétaires des IFM	14	S19
Dépôts à vue	15	S20
Comptes sur livrets	16	S20
Dépôts à terme (DAT)	17	S21
Crédits des institutions financières monétaires	18	S22
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	19	S23
Crédits des établissements de crédit aux ménages	20	S23
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	21	S24
Endettement des administrations publiques sur les marchés	22	S24
Endettement intérieur total (EIT)	23	S25
Rémunération des dépôts	24	S27
Coût du crédit	25	S27
Taux des crédits et seuils de l'usure	26	S28
Émissions obligataires	27	S29
Émissions d'obligations et de titres participatifs en euros et en devises	28	S32
Obligations et titres participatifs en euros et en devises	29	S33
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	30	S34
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	31	S35
Émissions de bons du Trésor	32	S36
Titres d'OPCVM	33	S37
<b>Système de paiement</b>		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	34	S38



Tableau 1  
Croissance du produit intérieur brut

(en %)

	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle (a)						En glissement annuel					
	1999	2000	2001	2001	2002			2001			2002				
				2 <sup>ème</sup> trim.	3 <sup>ème</sup> trim.	4 <sup>ème</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>ème</sup> trim.	3 <sup>ème</sup> trim.	2 <sup>ème</sup> trim.	3 <sup>ème</sup> trim.	4 <sup>ème</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>ème</sup> trim.	3 <sup>ème</sup> trim.
France	3,2	4,2	1,8	- 0,1	0,4	- 0,4	0,6	0,4	0,2	2,0	2,0	0,3	0,5	1,0	0,8
Allemagne	2,0	2,9	0,6	0,0	- 0,2	- 0,3	0,3	0,2	0,3	0,6	0,4	- 0,1	- 1,2	0,4	0,9
Autriche	2,6	3,3	0,9	- 0,2	- 0,4	0,2	0,4	0,6		1,0	0,2	0,1	0,0	0,9	
Belgique	3,0	3,6	0,8	- 0,3	0,0	- 0,5	0,6	0,3		1,2	0,6	- 0,8	- 0,2	0,5	
Espagne	4,2	4,2	2,7	0,5	1,0	0,0	0,5	0,5	0,8	2,4	3,0	2,3	2,0	2,0	1,8
Finlande	4,1	6,1	0,7	- 2,1	1,5	- 0,4	- 0,7	2,1		0,4	0,2	- 1,1	- 1,7	2,5	
Grèce	3,4	4,3													
Irlande	11,1	10,0	5,7							6,7	4,3	1,1	4,4	6,5	
Italie	1,6	2,9	1,8	0,1	0,0	- 0,2	0,1	0,2	0,3	2,3	1,7	0,6	0,1	0,2	0,5
Luxembourg	6,0	8,9	1,0												
Pays-Bas	4,0	3,3	1,3	0,3	0,0	- 0,1	0,0	0,1	0,1	1,7	1,1	0,3	0,1	- 0,1	0,1
Portugal	3,8	3,7	1,6	1,0	- 0,8	0,1	0,8	0,7		3,0	1,0	0,7	1,2	0,9	
<b>Zone euro</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>
Danemark	2,3	3,0	1,0	0,2	0,7	0,0	0,2	1,7	- 1,0	0,8	1,1	0,2	1,1	2,6	1,0
Royaume-Uni	2,4	3,1	2,0	0,3	0,3	0,2	0,1	0,6	0,8	2,0	1,8	1,6	1,0	1,3	1,8
Suède	4,3	3,7	1,4	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6		1,3	0,8	0,9	1,0	1,6	
<b>Union européenne</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
États-Unis	4,1	3,8	0,3	- 0,4	- 0,1	0,7	1,2	0,3	1,0	- 0,1	- 0,4	0,1	1,4	2,2	3,2
Japon	0,2	2,1	- 0,3	- 1,6	- 1,4	- 0,5	0,2	1,0	0,7	0,6	- 1,3	- 3,1	- 3,2	- 0,6	1,5

(a) Pour l'Allemagne, les variations trimestrielles du PIB sont exprimées en données cvs-cjo, tandis que les variations annuelles sont en données brutes. Pour la France, l'Espagne, la Belgique, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède, les variations annuelles et trimestrielles sont en données cvs-cjo. Pour l'Irlande et le Luxembourg, les données sont brutes. Pour les autres pays et les ensembles européens, il s'agit de données cvs.

Sources : Données nationales, Eurostat, OCDE

Réalisé le 5 décembre 2002  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2  
Prix à la consommation

*(variations sur douze mois en %, données brutes)*

	2001			2002										
	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.
France	1,3	1,4	1,8	2,4	2,2	2,2	2,1	1,5	1,5	1,6	1,8	1,8	1,9	
Allemagne	1,5	1,5	2,4	2,3	1,8	1,9	1,6	1,0	0,7	1,0	1,0	1,0	1,3	1,1
Autriche	1,9	1,8	2,3	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	2,1	1,6	1,8	
Belgique	1,8	2,0	2,4	2,6	2,5	2,5	1,7	1,4	0,8	1,1	1,3	1,2	1,3	1,1
Espagne	2,5	2,5	2,8	3,1	3,2	3,2	3,7	3,7	3,4	3,5	3,7	3,5	4,0	
Finlande	2,1	2,3	2,7	2,9	2,5	2,6	2,6	1,8	1,5	2,0	1,8	1,4	1,7	
Grèce	2,9	3,5	3,7	4,8	3,8	4,4	4,1	3,8	3,6	3,6	3,8	3,8	3,9	
Irlande	3,4	4,4	4,0	5,2	4,9	5,1	5,0	5,0	4,5	4,2	4,5	4,5	4,4	
Italie	2,2	2,2	2,3	2,4	2,7	2,5	2,5	2,4	2,2	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9
Luxembourg	1,4	0,9	2,4	2,1	2,2	1,7	1,9	1,3	1,3	1,9	2,0	2,2	2,5	
Pays-Bas	4,8	5,1	5,1	4,9	4,5	4,3	4,2	3,8	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	
Portugal	4,1	3,9	4,4	3,7	3,3	3,3	3,5	3,4	3,5	3,6	3,9	3,8	4,1	
<b>Zone euro</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
Danemark	1,7	2,1	2,3	2,5	2,4	2,5	2,3	1,9	2,2	2,2	2,4	2,5	2,7	
Royaume-Uni	0,8	1,0	1,2	1,6	1,5	1,5	1,3	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0	1,4	
Suède	2,9	3,2	2,7	2,9	2,7	3,0	2,2	1,7	1,7	1,8	1,7	1,2	1,7	
<b>Union européenne</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	
États-Unis	1,9	1,6	2,8	1,1	1,1	1,5	1,6	1,2	1,1	1,5	1,8	1,5	2,0	
Japon	- 1,0	- 1,2	- 0,7	- 1,4	- 1,6	- 1,2	- 1,1	- 0,9	- 0,7	- 0,8	- 0,9	- 0,7	- 0,9	

NB : Indices harmonisés pour les pays de l'Union européenne

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 5 décembre 2002  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3  
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

	2001			2002										
	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.
France	8,8	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	10,0
Allemagne	9,5	9,5	9,4	9,6	9,6	9,6	9,6	9,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	
Autriche	3,8	3,9	3,6	4,0	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1	
Belgique	6,8	6,7	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9	6,8	6,9	6,9	6,9	6,8	7,0	
Espagne	10,6	10,7	10,6	11,0	11,2	11,2	11,2	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	
Finlande	9,3	8,9	9,1	9,3	9,0	9,0	9,3	9,4	8,9	9,2	9,2	8,8	9,1	
Grèce														
Irlande	4,1	4,1	3,8	4,2	4,3	4,4	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	
Italie		9,3	9,5			9,0			9,1			9,0		
Luxembourg (a)	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	
Pays-Bas	1,9	1,8	2,0	1,9	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	
Portugal	4,1	4,2	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	
<b>Zone euro</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	
Danemark	5,0	5,1	5,2	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,3	5,4	
Royaume-Uni	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	
Suède	3,7	3,6	4,0	4,4	4,0	3,8	3,8	3,4	4,0	4,3	4,1	4,2	3,7	
<b>Union européenne</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	
États-Unis	5,6	5,8	4,8	5,6	5,5	5,7	6,0	5,8	5,9	5,9	5,7	5,6	5,7	
Japon	5,4	5,5	5,0	5,3	5,3	5,2	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,5	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, OCDE, Eurostat

Réalisé le 5 décembre 2002  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92



Tableau 4

**Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro**

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation dans une même unité monétaire

(indices base 100 = 1987)

		Vis-à-vis de l'Union monétaire		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 42 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1997	Décembre	110,1	98,5	108,7	96,0	135,6	94,7
1998	Décembre	110,3	98,1	110,0	96,2	139,4	95,4
1999	Décembre	110,3	97,5	108,1	94,1	132,5	89,8
2000	Décembre	110,3	96,4	107,8	92,8	129,7	86,7
2001	Décembre	110,3	95,5	108,2	92,4	132,1	87,5
2000	Novembre	110,3	96,6	107,5	92,6	127,5	85,4
	Décembre	110,3	96,4	107,8	92,8	129,7	86,7
2001	Janvier	110,3	95,7	108,4	92,7	132,1	87,7
	Février	110,3	95,5	108,4	92,5	131,6	87,3
	Mars	110,3	95,6	108,3	92,6	131,8	87,6
	Avril	110,3	95,6	108,2	92,4	131,6	87,3
	Mai	110,3	95,8	107,9	92,4	130,5	86,8
	Juin	110,3	95,7	107,9	92,2	129,7	86,1
	Juillet	110,3	95,5	107,9	92,1	130,4	86,5
	Août	110,3	95,5	108,3	92,5	132,1	87,5
	Septembre	110,3	95,5	108,3	92,5	132,5	87,7
	Octobre	110,3	95,7	108,3	92,6	132,7	88,0
	Novembre	110,3	95,5	108,2	92,3	131,7	87,1
	Décembre	110,3	95,5	108,2	92,4	132,1	87,5
2002	Janvier	110,3	95,4	108,1	92,3	132,1	87,5
	Février	110,3	95,2	107,9	92,0	131,6	87,0
	Mars	110,3	95,3	108,0	92,1	131,8	87,2
	Avril	110,3	95,3	108,0	92,1	132,1	87,3
	Mai	110,3	95,3	108,3	92,3	133,3	88,0
	Juin	110,0	95,4	108,7	92,7	135,0	89,2
	Juillet	110,3	95,3	108,6	92,6	136,1	89,9
	Août	110,3	95,4	108,5	92,6	135,8	89,7
	Septembre	110,3	95,4	108,4	92,4	136,0	89,7
	Octobre	110,3	95,4	108,3	92,4	136,3	89,9
	Novembre	110,3	95,6	108,5	92,6	136,8	90,3

NB : Une hausse de l'indice nominal correspond à une valorisation de la monnaie et une baisse de l'indice, en termes réels, traduit des gains de compétitivité.

Jusqu'en décembre 1998, les indicateurs de compétitivité sont calculés à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux du franc. À partir de janvier 1999, ils retracent les évolutions de l'euro vis-à-vis des devises des pays partenaires de la France. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, sont établies sur la base des échanges commerciaux de produits manufacturés de 1995 à 1997 entre la France et ses 42 principaux partenaires et prennent en compte les effets exercés sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Les déflateurs utilisés sont les indices nationaux des prix à la consommation.

Les indicateurs de compétitivité de l'économie française sont calculés par rapport à plusieurs groupes de pays, notamment vis-à-vis de l'ensemble des autres pays de l'Union monétaire (y compris la Grèce), des autres pays de l'Union européenne et de 42 partenaires (cf. ci-après).

- (a) Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande

Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg – Calculs Banque de France

Réalisé le 2 décembre 2002

DGO et DGEI – DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5  
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Juin 2002		Juillet 2002		Août 2002		Septembre 2002		Octobre 2002		Novembre 2002	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
<b>Euro</b>												
Au jour le jour	3,540	3,329	3,330	3,299	3,350	3,279	3,470	3,291	3,355	3,287	3,390	3,287
À 1 mois	3,385	3,364	3,310	3,334	3,330	3,308	3,280	3,294	3,290	3,280	3,085	3,184
À 3 mois	3,470	3,447	3,365	3,384	3,340	3,328	3,260	3,287	3,260	3,232	2,905	3,077
À 6 mois	3,560	3,567	3,395	3,464	3,340	3,360	3,180	3,233	3,180	3,133	2,970	2,992
À 1 an	3,780	3,844	3,515	3,619	3,245	3,402	3,070	3,191	3,110	3,077	2,985	2,971
<b>Dollar</b>												
Au jour le jour	1,870	1,788	1,780	1,772	1,840	1,782	1,890	1,786	1,820	1,778	1,330	1,353
À 1 mois	1,770	1,792	1,760	1,769	1,770	1,746	1,770	1,768	1,650	1,766	1,390	1,366
À 3 mois	1,800	1,820	1,780	1,796	1,770	1,728	1,740	1,752	1,610	1,735	1,370	1,400
À 6 mois	1,830	1,950	1,810	1,843	1,760	1,709	1,640	1,724	1,520	1,672	1,400	1,403
À 1 an	2,200	2,374	2,020	2,070	1,840	1,815	1,660	1,805	1,580	1,746	1,660	1,575
<b>Livre sterling</b>												
Au jour le jour	3,325	3,637	3,995	3,720	4,070	3,992	3,450	3,850	3,450	3,983	3,880	3,663
À 1 mois	3,950	3,936	3,915	3,858	3,885	3,897	3,900	3,914	3,885	3,896	3,910	3,890
À 3 mois	4,110	4,110	3,940	3,992	3,940	3,923	3,880	3,923	3,900	3,905	3,930	3,916
À 6 mois	4,270	4,323	4,030	4,126	3,950	3,943	3,870	3,920	3,870	3,911	4,070	3,945
À 1 an	4,640	4,724	4,220	4,412	4,030	4,088	3,890	4,006	3,930	3,999	4,230	4,044
<b>Yen</b>												
Au jour le jour	0,015	0,015	0,015	0,015	- 0,015	- 0,005	0,015	0,015	0,002	0,006	0,015	0,000
À 1 mois	0,015	0,015	0,015	0,016	0,015	0,016	0,035	0,027	0,040	0,005	- 0,030	- 0,009
À 3 mois	0,035	0,032	0,015	0,030	0,015	0,020	0,015	0,025	0,045	0,027	0,010	0,001
À 6 mois	0,075	0,050	0,035	0,050	0,035	0,041	0,035	0,040	0,080	0,057	0,040	0,033
À 1 an	0,110	0,111	0,080	0,100	0,110	0,109	0,100	0,101	0,160	0,116	0,120	0,114
<b>Franc suisse</b>												
Au jour le jour	1,125	1,101	0,665	0,979	0,605	0,647	0,310	0,616	0,270	0,286	0,260	0,265
À 1 mois	1,120	1,143	0,720	1,014	0,610	0,686	0,680	0,655	0,640	0,669	0,690	0,640
À 3 mois	1,180	1,189	0,770	1,056	0,690	0,726	0,710	0,675	0,700	0,700	0,680	0,672
À 6 mois	1,280	1,336	0,850	1,142	0,730	0,774	0,700	0,691	0,690	0,701	0,720	0,680
À 1 an	1,640	1,723	1,100	1,379	0,880	0,954	0,790	0,811	0,760	0,808	0,850	0,779

Source : Banque de France

Réalisé le 6 décembre 2002  
DGO et DGEI – DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6  
Tableau de bord de l'économie française

	Décembre 2001	Janvier 2002	Février 2002	Mars 2002	Avril 2002	Mai 2002
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	11,14	8,78	7,95	9,10	9,37	8,76
– Comptes sur livret	7,19	8,00	8,30	8,32	8,36	8,59
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	12,60	12,70	8,80	9,00	9,70	11,00
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	5,96	5,26	5,27	6,05	6,02	5,36
– Endettement intérieur total	7,15	7,44	7,56	7,82	6,85	6,70
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,35	3,34	3,36	3,39	3,41	3,47
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,87	4,93	4,99	5,24	5,24	5,26
– Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
– Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
<b>Cours de change</b> (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	0,89	0,88	0,87	0,88	0,89	0,92
– EUR/JPY	113,38	117,12	116,23	114,75	115,81	115,86
– EUR/GBP	0,62	0,62	0,61	0,62	0,61	0,63
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,10	0,48	0,10	0,48	0,38	0,09
– Variation depuis le début de l'année	1,36	0,48	0,58	1,05	1,44	1,53
– Glissement sur 12 mois	1,36	2,24	2,04	2,13	2,03	1,44
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	- 0,26	0,17	0,17	0,86	0,09	- 0,26
– Glissement sur 12 mois	- 2,53	- 2,03	- 1,53	- 0,43	0,34	- 0,43
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
– Variation mensuelle	0,70	0,22	0,46	0,96	0,25	0,06
– Glissement sur 12 mois	2,23	4,11	5,29	7,03	7,48	7,82
– Taux de chômage (définition BIT)	8,80	8,80	8,80	8,90	8,90	8,90
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
– Importations FAB (NES 1999)	25,68	26,20	26,72	26,37	26,91	26,15
– Exportations FAB (NES 1999)	25,13	27,11	27,15	26,82	27,85	27,56
– Solde mensuel	- 0,55	0,92	0,44	0,45	0,94	1,41
– Solde cumulé depuis le début de l'année	2,99	0,92	1,35	1,81	2,75	4,16
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
– Solde mensuel brut	3 273	4 602	1 621	2 247	308	1 770
– Cumul depuis le début de l'année	23 741	4 602	6 223	8 470	8 778	10 548

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

Sources : Banque de France, Fédération bancaire française, INSEE, ministère du Travail, direction des Douanes, direction du Trésor

	Décembre 1999	Mars 2000	Juin 2000	Septembre 2000	Décembre 2000	Mars 2001
<b>Produit intérieur brut total – base 1995</b> (cvs)						
– Variation en volume	1,3	1,2	0,8	0,5	1,3	0,4
<b>Taux de salaire horaire</b>						
– Variation	0,9	2,3	0,9	1,1	0,6	1,6

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 décembre 2002  
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

## Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Juin 2002	Juillet 2002	Août 2002	Septembre 2002	Octobre 2002	Novembre 2002
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	5,72	4,63	6,69	8,56		
– Comptes sur livret	8,55	8,74	8,72	9,31		
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	5,50	3,30	5,00	4,90		
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	5,11	3,97	5,00	5,01		
– Endettement intérieur total	6,58	6,18	5,91	5,55		
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,46	3,41	3,35	3,31	3,26	3,12
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	5,11	4,96	4,67	4,46	4,55	4,53
– Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
– Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
<b>Cours de change</b> (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	0,96	0,99	0,98	0,98	0,98	1,00
– EUR/JPY	117,80	117,11	116,31	118,38	121,57	121,65
– EUR/GBP	0,64	0,64	0,64	0,63	0,63	0,64
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,00	0,00	0,19	0,19	0,19	
– Variation depuis le début de l'année	1,53	1,53	1,73	1,92	2,11	
– Glissement sur 12 mois	1,44	1,63	1,82	1,82	1,91	
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	- 0,09	- 0,43	0,34	- 0,34		
– Glissement sur 12 mois	- 0,68	- 2,10	- 1,77	- 1,11		
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
– Variation mensuelle	0,80	0,52	0,18	0,03	- 0,12	
– Glissement sur 12 mois	8,11	7,86	7,46	6,68	5,44	
– Taux de chômage définition BIT	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
– Importations FAB (NES 1999)	25,58	26,67	25,92	25,93		
– Exportations FAB (NES 1999)	26,17	28,64	27,46	26,45		
– Solde mensuel	0,58	1,97	1,53	0,52		
– Solde cumulé depuis le début de l'année	4,74	6,70	8,23	8,75		
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
– Solde mensuel brut	5 389	2 339	2 186	1 917		
– Cumul depuis le début de l'année	15 937	18 276	20 462	22 379		

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

Sources : Banque de France, Fédération bancaire française, INSEE, ministère du Travail, direction des Douanes, direction du Trésor

	Juin 2001	Septembre 2002	Décembre 2002	Mars 2002	Juin 2002	Septembre 2002
<b>Produit intérieur brut total – base 1995</b> (cvs)						
– Variation en volume	- 0,1	0,4	- 0,4	0,6	0,4	0,2
<b>Taux de salaire horaire</b>						
– Variation	0,8	1,0	0,5	1,4	0,7	0,8

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 décembre 2002  
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7  
Situation hebdomadaire de la Banque de France

	(en millions d'euros)								
	27 sept. 2002	4 oct. 2002	11 oct. 2002	18 oct. 2002	25 oct. 2002	1 <sup>er</sup> nov. 2002	8 nov. 2002	15 nov. 2002	22 nov. 2002
ACTIF									
1. Avoirs en or	31 104	31 797	31 797	31 797	31 797	31 797	31 797	31 797	31 797
2. Avoirs en devises	26 921	27 681	26 187	26 909	26 913	26 727	27 243	26 245	26 733
3. Relations avec le Fonds monétaire international	6 366	6 412	6 412	6 368	6 368	6 368	6 348	6 226	6 227
3.1. Concours au Fonds monétaire international	5 779	5 820	5 820	5 777	5 777	5 777	5 733	5 611	5 612
3.2. Acquisition de droits de tirage spéciaux	587	592	592	591	591	591	615	615	615
4. Créances sur non-résidents de la zone euro	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Concours aux établissements de crédit	12 460	13 902	14 118	14 920	16 303	10 744	9 237	10 897	12 927
5.1. Opérations principales de refinancement	10 593	12 045	12 258	12 965	14 353	9 195	7 693	9 337	11 232
5.2. Opérations de refinancement à plus long terme	1 842	1 842	1 842	1 842	1 842	1 536	1 536	1 536	1 669
5.3. Opérations de réglage fin	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.4. Opérations structurelles	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.5. Facilité de prêt marginal	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.6. Appels de marge versés	25	15	18	113	108	13	8	24	26
6. Autres concours aux établissements de crédit	3	3	3	3	3	3	3	3	3
7. Titres	2 712	2 682	2 727	2 714	2 699	2 697	2 707	2 738	2 751
8. Créances sur le Trésor public	991	991	991	991	991	991	991	991	991
8.1. Au titre des monnaies divisionnaires	259	259	259	259	259	259	259	259	259
8.2. Au titre de la Convention du 10 juin 1993	732	732	732	732	732	732	732	732	732
9. Relations au sein de l'Eurosystème	47 166	43 271	43 097	48 251	43 384	48 586	54 936	50 251	47 270
9.1. Participation au capital de la Banque centrale européenne (BCE)	842	842	842	842	842	842	842	842	842
9.2. Créance sur la BCE au titre des avoirs de réserve transférés	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417
9.3. Créances sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation	26 594	27 765	27 765	27 765	27 765	28 586	28 563	28 577	29 773
9.4. Autres créances sur l'Eurosystème	11 313	6 247	6 073	11 227	6 360	10 741	17 114	12 415	8 238
10. Divers	8 538	8 615	8 573	8 769	8 805	8 782	8 675	8 690	8 936
11. Comptes de réévaluation	22	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>136 283</b>	<b>135 354</b>	<b>133 905</b>	<b>140 722</b>	<b>137 263</b>	<b>136 695</b>	<b>141 937</b>	<b>137 838</b>	<b>137 635</b>

NB : Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2002, conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs, les billets en euro en circulation dans l'Eurosystème font l'objet, le dernier jour ouvré de chaque mois, d'une ré-allocation entre les banques centrales nationales – BCN – et la BCE. Cette ré-allocation est effectuée sur la base d'une clé de répartition qui attribue 8 % des billets en circulation à la BCE et les 92 % restant aux BCN au prorata de leur clé dans le capital de la BCE.

À compter de la publication de la situation hebdomadaire en date du 1<sup>er</sup> novembre 2002, et uniquement aux fins d'établissement de cette situation, la Banque de France fera apparaître au passif un montant de billets en circulation qui correspond exactement à sa quote-part dans les billets en circulation au sein de l'Eurosystème à la date arrêté de cette situation. Comme auparavant, la contrepartie de ces ajustements figurera dans le poste 9.3 de l'actif intitulé « Créance sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation ».

Source : Banque de France  
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 30 novembre 2002  
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 98 32

Tableau 7 (suite)

## Situation hebdomadaire de la Banque de France (suite)

	(en millions d'euros)								
	27 sept. 2002	4 oct. 2002	11 oct. 2002	18 oct. 2002	25 oct. 2002	1 <sup>er</sup> nov. 2002	8 nov. 2002	15 nov. 2002	22 nov. 2002
<b>PASSIF</b>									
1. Billets en circulation (a)	61 155	62 567	62 823	62 908	62 655	63 932	64 294	64 098	64 932
2. Engagements envers les établissements de crédit	24 587	20 759	20 364	25 761	23 018	21 327	25 681	23 075	22 149
2.1. Comptes courants	24 587	20 759	20 364	25 760	23 012	21 327	25 681	23 075	22 149
2.2. Facilité de dépôt	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.3. Reprise de liquidité en blanc	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.4. Mises en pension	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.5. Appels de marge reçus	0	0	0	1	6	0	0	0	0
3. Engagements envers les établissements de crédit	15	15	15	15	15	15	15	15	15
4. Engagements envers d'autres résidents	2 056	2 061	2 119	2 048	2 068	2 353	2 246	2 021	2 023
4.1. Compte du Trésor public	101	99	137	97	102	435	327	103	106
4.2. Autres engagements	1 955	1 962	1 982	1 951	1 966	1 918	1 919	1 918	1 917
5. Engagements envers des non-résidents de la zone euro	324	256	243	254	275	270	379	252	246
6. Engagements en devises	2 053	2 464	966	1 696	1 701	1 498	2 033	1 015	1 501
7. Compte spécial du trésor public – Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux	1 440	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450
8. Relations au sein de l'Eurosystème	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.1. Billets à ordre contrepartie des certificats de dettes émis par la Banque centrale européenne	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.2. Engagements envers l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.3. Autres engagements envers l'Eurosystème	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9. Divers	6 263	6 356	6 499	7 164	6 655	6 424	6 413	6 486	5 683
10. Comptes de réévaluation	10 400	11 436	11 436	11 436	11 436	11 436	11 436	11 436	11 436
11. Réserve de réévaluation des réserves en or de l'État	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499
12. Réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État	6 188	6 188	6 188	6 188	6 188	6 188	6 188	6 188	6 188
13. Capital et réserves	3 303	3 303	3 303	3 303	3 303	3 303	3 303	3 303	3 513
<b>TOTAL</b>	<b>136 283</b>	<b>135 354</b>	<b>133 905</b>	<b>140 722</b>	<b>137 263</b>	<b>136 695</b>	<b>141 937</b>	<b>137 838</b>	<b>137 635</b>

(a) En application des règles, arrêtées par le Conseil des gouverneurs de la BCE, relatives à la comptabilisation des billets en euro, une part de 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation dans l'Eurosystème est allouée à la BCE à la fin de chaque mois. La contrepartie de cet ajustement du poste 1 du passif de la situation figure dans le poste 9.3 de l'actif « Créance sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation ».

Le solde de 92 % du montant total des billets en circulation dans l'Eurosystème est également réparti à la fin de chaque mois entre les banques centrales nationales, de sorte que chacune d'elles reflète au passif de son bilan sa quote-part dans la circulation totale de l'Eurosystème, déterminée au prorata de sa participation dans le capital libéré de la BCE. La différence entre la quote-part ainsi attribuée à la Banque de France et le montant des billets effectivement mis en circulation par cette dernière figure dans le poste 9.3 de l'actif « Créance sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation ».

Source : Banque de France  
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 30 novembre 2002  
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 98 32

**Tableau 8**  
**Réserves obligatoires**  
**Assiettes**

*(en milliards d'euros, données en fin de période)*

Assiette de réserves Base arrêtée fin du mois de :	Assiette		Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %			
	Total		Dépôts (à vue, à terme d'une durée ≤ à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée > à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (b)	
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
2002										
Mai	11 111,6	1 835,3	6 150,4	1 021,6	410,5	159,8	1 355,8	64,7	3 194,9	589,2
Juin	11 009,1	1 803,1	6 083,3	992,4	407,4	158,1	1 355,3	63,4	3 163,1	589,2
Juillet	10 999,6	1 799,7	6 069,3	996,3	408,3	158,6	1 368,0	69,5	3 153,7	575,3
Août	10 952,0	1 782,9	6 010,3	984,5	401,6	154,0	1 359,7	69,7	3 180,4	574,7
Septembre	11 055,3	1 808,3	6 058,1	992,6	405,3	151,2	1 373,1	86,2	3 218,8	578,3
Octobre		1 843,5		984,6		157,7		86,6		614,6

(a) Titres de créances d'une durée ≤ à 2 ans avec préavis + instruments du marché monétaire

(b) Titres en pension + titres de créances d'une durée > à 2 ans

## Réserves exigées, réserves constituées

*(montants en milliards d'euros, taux en %)*

Période de constitution prenant fin le :	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
23 mai 2002	131,0	23,7	131,5	23,9	0,5	0,2	0,0	0,0	3,30
23 juin 2002	131,0	23,7	131,7	23,9	0,7	0,2	0,0	0,0	3,33
23 juillet 2002	130,7	23,6	131,3	23,7	0,6	0,1	0,0	0,0	3,32
23 août 2002	129,3	23,0	129,7	23,1	0,5	0,1	0,0	0,0	3,29
23 septembre 2002	129,0	23,1	129,5	23,2	0,5	0,1	0,0	0,0	3,28
23 octobre 2002	127,7	22,7	128,2	22,8	0,5	0,1	0,0	0,0	3,28
23 novembre 2002		22,8		22,9		0,1		0,0	3,28

## Facteurs de liquidité bancaire (encours)

*(en moyenne et en milliards d'euros)*

Période de constitution prenant fin le :	Billets en circulation	Réserves nettes de changes	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)	Avoirs
	(A)	(B)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)
<b>Zone euro</b>							
23 août 2002	322,8	360,0	50,9	50,8	- 64,5	194,4	129,9
23 septembre 2002	323,6	362,3	49,1	51,7	- 62,1	191,7	129,6
23 octobre 2002	329,2	370,0	45,6	58,2	- 63,0	191,4	128,3
<b>dont : France</b>							
23 août 2002	61,3	61,0	0,2	- 10,8	+ 10,3	12,9	23,2
23 septembre 2002	61,3	60,9	0,2	- 10,7	+ 10,1	13,1	23,2
23 octobre 2002	62,4	61,7	0,2	- 9,9	+ 9,0	13,9	22,9
23 novembre 2002	63,7	61,9	0,2	- 13,1	+ 11,1	11,9	23,0

NB :  $T = B - A - C - D$

$F = T + E$

(a) Les montants affectés d'un signe « - » ont un effet restrictif sur la liquidité, ceux ayant un signe « + » ont un effet expansif.

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 2 décembre 2002

DOM – Service de la Mise en œuvre de la politique monétaire – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 9

**Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital**

Compte de transactions courantes : données brutes

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>17 702</b>	<b>23 741</b>	<b>2 339</b>	<b>2 186</b>	<b>1 917</b>	<b>- 521</b>	<b>18 286</b>	<b>21 858</b>
<b>A. Biens</b>	<b>- 3 581</b>	<b>3 784</b>	<b>2 581</b>	<b>185</b>	<b>507</b>	<b>1 602</b>	<b>2 174</b>	<b>10 769</b>
Recettes	322 787	324 612	29 215	21 424	27 110	30 038	273 437	271 660
Dépenses	326 368	320 828	26 634	21 239	26 603	28 436	271 263	260 891
dont : <i>Marchandises générales</i>	- 3 949	3 518	2 452	48	592	1 687	1 896	10 573
Données douanières FAB-FAB	- 3 028	3 266	2 697	293	837	1 932	1 686	12 126
Total des corrections	- 921	252	- 245	- 245	- 245	- 245	210	- 1 553
<b>B. Services</b>	<b>21 492</b>	<b>19 926</b>	<b>2 744</b>	<b>1 777</b>	<b>2 288</b>	<b>1 321</b>	<b>17 197</b>	<b>17 648</b>
Recettes	87 487	89 581	8 789	8 058	7 742	7 540	75 764	75 005
Dépenses	65 995	69 655	6 045	6 281	5 454	6 219	58 567	57 357
dont : <i>Voyages</i>	14 074	13 624	2 050	1 100	1 300	1 170	12 310	11 940
Recettes	33 301	33 679	4 150	3 600	3 100	2 950	29 552	29 440
Dépenses	19 227	20 055	2 100	2 500	1 800	1 780	17 242	17 500
<b>Total « Biens et services »</b>	<b>17 911</b>	<b>23 710</b>	<b>5 325</b>	<b>1 962</b>	<b>2 795</b>	<b>2 923</b>	<b>19 371</b>	<b>28 417</b>
<b>C. Revenus</b>	<b>14 988</b>	<b>16 587</b>	<b>- 1 290</b>	<b>1 579</b>	<b>696</b>	<b>- 1 658</b>	<b>11 947</b>	<b>5 263</b>
Rémunération des salariés	7 400	8 190	705	705	706	702	6 832	7 047
Revenus des investissements	7 588	8 397	- 1 995	874	- 10	- 2 360	5 115	- 1 784
<i>Directs</i>	8 339	14 047	828	539	37	619	11 203	10 195
<i>De portefeuille</i>	- 100	- 3 990	- 2 496	661	323	- 2 850	- 5 114	- 9 204
<i>Autres</i>	- 651	- 1 660	- 327	- 326	- 370	- 129	- 974	- 2 775
<b>D. Transferts courants</b>	<b>- 15 197</b>	<b>- 16 556</b>	<b>- 1 696</b>	<b>- 1 355</b>	<b>- 1 574</b>	<b>- 1 786</b>	<b>- 13 032</b>	<b>- 11 822</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 décembre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SETEL – Tél. 01 42 92 51 85



Tableau 9 (suite)

**Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital (suite)**

Compte de capital : données brutes

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Compte de capital</b>	<b>1 478</b>	<b>- 330</b>	<b>19</b>	<b>- 206</b>	<b>50</b>	<b>- 82</b>	<b>640</b>	<b>- 137</b>
Transferts en capital	1 559	- 183	26	- 206	50	- 79	738	- 84
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 81	- 147	- 7	0	0	- 3	- 98	- 53

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>18 502</b>	<b>23 645</b>	<b>2 579</b>	<b>3 148</b>	<b>1 479</b>	<b>163</b>	<b>17 548</b>	<b>21 775</b>
<b>Biens</b>	<b>- 3 792</b>	<b>3 572</b>	<b>1 658</b>	<b>942</b>	<b>207</b>	<b>865</b>	<b>1 687</b>	<b>9 756</b>
Marchandises générales	- 4 070	3 444	1 510	906	515	893	1 475	9 636
<b>Services</b>	<b>21 554</b>	<b>19 834</b>	<b>2 138</b>	<b>1 587</b>	<b>2 309</b>	<b>1 288</b>	<b>16 857</b>	<b>17 230</b>
dont : Voyages	14 224	13 644	1 051	1 059	1 228	1 098	11 693	11 260
<b>Revenus</b>	<b>14 903</b>	<b>16 491</b>	<b>- 257</b>	<b>1 112</b>	<b>- 321</b>	<b>349</b>	<b>13 806</b>	<b>7 310</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 décembre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SETEL – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10

## Balance des paiements : compte financier

	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	(en millions d'euros)	
							10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS</b>	<b>- 143 895</b>	<b>- 33 740</b>	<b>1 719</b>	<b>- 1 436</b>	<b>- 1 039</b>	<b>- 2 832</b>	<b>- 40 957</b>	<b>- 9 380</b>
<b>1. Français à l'étranger</b>	<b>- 190 491</b>	<b>- 92 546</b>	<b>- 3 072</b>	<b>- 4 007</b>	<b>- 7 296</b>	<b>- 6 297</b>	<b>- 78 461</b>	<b>- 51 923</b>
Capital social	- 151 101	- 52 165	- 5 118	- 465	- 3 845	- 1 451	- 43 393	- 20 070
Bénéfices réinvestis	- 5 688	- 6 252	- 617	- 617	- 617	- 617	- 5 210	- 5 882
Autres opérations	- 33 702	- 34 129	2 663	- 2 925	- 2 834	- 4 229	- 29 858	- 25 971
<b>2. Étrangers en France</b>	<b>46 596</b>	<b>58 806</b>	<b>4 791</b>	<b>2 571</b>	<b>6 257</b>	<b>3 465</b>	<b>37 504</b>	<b>42 543</b>
Capital social	29 861	20 204	2 291	872	4 038	594	14 255	22 942
Bénéfices réinvestis	2 280	3 108	221	221	221	221	2 590	2 324
Autres opérations	14 455	35 494	2 279	1 478	1 998	2 650	20 659	17 277
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>40 019</b>	<b>20 989</b>	<b>- 5 312</b>	<b>- 1 908</b>	<b>- 2 402</b>	<b>8 518</b>	<b>6 800</b>	<b>- 37 905</b>
<b>1. Avoirs – Titres étrangers</b>	<b>- 104 985</b>	<b>- 93 017</b>	<b>- 8 093</b>	<b>590</b>	<b>- 6 841</b>	<b>- 4 353</b>	<b>- 84 192</b>	<b>- 95 331</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 35 434	- 19 252	1 025	- 2 595	2 965	- 990	- 14 968	- 13 233
Obligations et assimilés	- 60 427	- 62 631	- 4 929	4 126	- 2 871	- 1 562	- 58 603	- 54 837
Instruments du marché monétaire	- 9 124	- 11 134	- 4 189	- 941	- 6 935	- 1 801	- 10 621	- 27 261
<b>2. Engagements – Titres français</b>	<b>145 004</b>	<b>114 006</b>	<b>2 781</b>	<b>- 2 498</b>	<b>4 439</b>	<b>12 871</b>	<b>90 992</b>	<b>57 426</b>
Actions et titres d'OPCVM	55 989	12 196	1 126	- 987	221	- 1 324	9 187	- 5 807
Obligations et assimilés	76 387	93 647	913	- 308	6 536	9 705	70 917	58 115
dont : OAT	34 256	19 280	2 696	926	2 195	3 442	18 070	21 815
BTAN	5 571	9 937	- 3 967	- 663	1 313	3 463	7 042	5 293
Instruments du marché monétaire	12 628	8 163	742	- 1 203	- 2 318	4 490	10 888	5 118
dont : BTF	3 003	4 891	- 723	1 078	- 492	- 674	3 255	2 836
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	42 830	34 108	- 1 994	1 341	3 016	6 231	28 367	29 944
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>65 064</b>	<b>- 23 291</b>	<b>14 969</b>	<b>- 4 859</b>	<b>- 15 630</b>	<b>668</b>	<b>- 14 934</b>	<b>8 715</b>
<b>1. Avoirs</b>	<b>- 417</b>	<b>- 61 494</b>	<b>12 677</b>	<b>16 145</b>	<b>- 19 607</b>	<b>- 36 426</b>	<b>- 57 990</b>	<b>- 23 920</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	1 101	744	342	- 63	- 106	- 130	- 616	- 300
Prêts	- 1 160	- 62 207	12 335	16 210	- 19 501	- 36 296	- 57 348	- 23 594
Autorités monétaires	- 5 743	- 14 302	14 013	- 2 907	- 727	1 571	1 547	11 820
Administrations publiques	553	171	1 528	606	- 896	1 052	639	1 128
Institutions financières monétaires (c)	5 431	- 46 105	- 12 066	11 555	- 19 842	- 39 751	- 62 850	- 36 981
Autres secteurs (d)	- 1 401	- 1 971	8 860	6 956	1 964	832	3 316	439
Autres avoirs	- 358	- 31	0	- 2	0	0	- 26	- 26
<b>2. Engagements</b>	<b>65 481</b>	<b>38 203</b>	<b>2 292</b>	<b>- 21 004</b>	<b>3 977</b>	<b>37 094</b>	<b>43 056</b>	<b>32 635</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	3 480	- 800	- 675	- 368	- 220	- 195	147	- 3 517
Prêts	62 001	39 003	2 967	- 20 636	4 197	37 289	42 909	36 152
Autorités monétaires	- 25 591	1 305	1 017	- 1 431	755	- 501	1 057	- 649
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 25 591	1 305	1 017	- 1 431	755	- 501	1 057	- 649
Administrations publiques	3 209	1 577	- 525	180	282	325	- 16	472
Institutions financières monétaires (c)	61 056	41 607	13 729	- 13 974	12 580	30 830	41 701	41 791
Autres secteurs (d)	23 327	- 5 486	- 11 254	- 5 411	- 9 420	6 635	167	- 5 462
<b>PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>5 050</b>	<b>2 784</b>	<b>1 038</b>	<b>- 283</b>	<b>2 768</b>	<b>1 509</b>	<b>2 704</b>	<b>4 782</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

(c) Cf. répartition long terme - court terme dans le tableau complémentaire ci-après

(d) Autres secteurs = entreprises, ménages

Source : Banque de France

Réalisé le 13 décembre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SETEL – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10 (suite)

## Balance des paiements : compte financier (suite)

	(en millions d'euros)							
	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>2 664</b>	<b>5 763</b>	<b>- 667</b>	<b>159</b>	<b>316</b>	<b>1 143</b>	<b>3 651</b>	<b>3 648</b>
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 85	- 117	- 1	- 23	- 1	- 1	- 92	- 69
Position de réserve au FMI	684	- 1 136	- 51	105	- 10	34	- 1 236	- 651
Devises étrangères	2 065	7 016	- 615	77	327	1 110	4 979	4 368
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Compte financier</b>	<b>- 31 098</b>	<b>- 27 495</b>	<b>11 747</b>	<b>- 8 327</b>	<b>- 15 987</b>	<b>9 006</b>	<b>- 42 736</b>	<b>- 30 140</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

NB : À compter de janvier 1999, les avoirs de réserve (bruts), conformément à la nouvelle définition statistique retenue par l'Eurosystème, n'incluent pas les avoirs en devises sur des résidents de la zone euro.

Source : Banque de France

Réalisé le 13 décembre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SETEL – Tél. 01 42 92 51 85

## Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	(en millions d'euros)							
	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Juillet 2002 (b)	Août 2002 (b)	Septembre 2002 (b)	Octobre 2002 (b)	10 mois 2001 (a)	10 mois 2002 (b)
<b>Total institutions financières monétaires</b>	<b>66 487</b>	<b>- 4 498</b>	<b>1 663</b>	<b>- 2 419</b>	<b>- 7 262</b>	<b>- 8 921</b>	<b>- 21 149</b>	<b>4 810</b>
<b>1. Avoirs</b>	<b>5 431</b>	<b>- 46 105</b>	<b>- 12 066</b>	<b>11 555</b>	<b>- 19 842</b>	<b>- 39 751</b>	<b>- 62 850</b>	<b>- 36 981</b>
Long terme	- 11 980	- 9 349	- 1 158	- 1 354	- 788	- 1 535	- 8 850	- 4 992
– Euros	- 4 394	- 5 830	- 211	- 765	- 535	- 1 154	- 4 731	- 4 644
– Devises	- 7 586	- 3 519	- 947	- 589	- 253	- 381	- 4 119	- 348
Court terme	17 411	- 36 756	- 10 908	12 909	- 19 054	- 38 216	- 54 000	- 31 989
– Euros	8 505	- 35 846	- 11 396	7 178	- 14 991	- 32 835	- 64 787	- 55 984
– Devises	8 906	- 910	488	5 731	- 4 063	- 5 381	10 787	23 995
<b>2. Engagements</b>	<b>61 056</b>	<b>41 607</b>	<b>13 729</b>	<b>- 13 974</b>	<b>12 580</b>	<b>30 830</b>	<b>41 701</b>	<b>41 791</b>
Long terme	2 068	1 811	9 119	1 516	1 597	1 249	114	17 604
– Euros	6 619	4 991	6 580	981	1 614	1 295	2 174	14 182
– Devises	- 4 551	- 3 180	2 539	535	- 17	- 46	- 2 060	3 422
Court terme	58 988	39 796	4 610	- 15 490	10 983	29 581	41 587	24 187
– Euros	21 073	22 474	11 235	- 3 294	8 462	28 247	46 515	73 971
– Devises	37 915	17 322	- 6 625	- 12 196	2 521	1 334	- 4 928	- 49 784

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 décembre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SETEL – Tél. 01 42 92 51 85

## Méthodologie (tableaux 11 à 25)

### Définitions

#### 1. Zones géographiques

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

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

#### 2. 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* = 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.

#### 3. 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 trois 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 + instruments du marché monétaire + 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.

Tableau 11  
Bilan de la Banque de France

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

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Octobre 2002
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>31,5</b>	<b>52,9</b>	<b>33,4</b>	<b>14,2</b>	<b>20,4</b>	<b>18,8</b>
Crédits	28,7	50,6	30,7	11,6	17,7	16,1
IFM	26,8	48,4	29,0	9,9	16,4	14,8
APU	1,8	1,7	1,4	1,4	1,0	1,0
Secteur privé	0,0	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Titres autres que des actions	2,8	2,3	2,7	2,6	2,7	2,7
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
APU	2,8	2,3	2,7	2,6	2,7	2,7
Secteur privé	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
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Autres États de la zone euro (a)</b>	<b>0,7</b>	<b>17,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>	<b>29,2</b>	<b>17,8</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>32,9</b>	<b>34,3</b>	<b>34,5</b>	<b>30,6</b>	<b>29,7</b>	<b>22,7</b>
<b>Avoirs en or</b>	<b>30,8</b>	<b>28,2</b>	<b>28,5</b>	<b>31,0</b>	<b>30,6</b>	<b>31,8</b>
<b>Non ventilés par zone géographique (a)</b>	<b>22,2</b>	<b>20,7</b>	<b>18,2</b>	<b>19,4</b>	<b>19,1</b>	<b>44,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>118,1</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>109,3</b>	<b>129,1</b>	<b>135,2</b>

(a) Reclassement de l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002, de la ligne « Autres États de la zone euro » à la ligne « Non ventilés par zone géographique »

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

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Octobre 2002
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>33,9</b>	<b>27,0</b>	<b>30,9</b>	<b>17,0</b>	<b>32,8</b>	<b>21,5</b>
IFM	19,7	24,4	28,1	15,9	29,5	20,4
Administration centrale	13,6	1,1	2,0	0,3	2,5	0,4
Autres secteurs (à vue)	0,6	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>5,2</b>	<b>27,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
IFM	5,2	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>0,8</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>78,1</b>	<b>91,9</b>	<b>97,0</b>	<b>90,1</b>	<b>92,6</b>	<b>111,2</b>
Billets et pièces en circulation (a)	45,0	49,3	49,2	40,1	34,6	67,0
Titres de créance émis	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
Capital et réserves	24,2	34,2	38,2	40,3	42,5	39,8
Autres	8,9	8,4	9,6	9,7	15,6	4,4
<b>TOTAL</b>	<b>118,1</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>109,3</b>	<b>129,1</b>	<b>135,2</b>

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 12

## Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Octobre 2002
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>2 351,0</b>	<b>2 491,0</b>	<b>2 560,6</b>	<b>2 731,6</b>	<b>2 753,7</b>	<b>2 874,2</b>
Crédits	1 804,0	1 915,5	2 003,3	2 101,8	2 127,7	2 204,6
IFM	796,0	853,9	837,2	881,2	906,3	945,7
APU	120,7	119,9	120,8	109,4	118,3	116,7
Secteur privé	887,3	941,6	1 045,3	1 111,3	1 103,2	1 142,2
Titres autres que des actions	356,0	350,4	311,1	337,8	329,7	323,9
IFM ≤ 2 ans	15,9	12,0	15,6	18,8	19,3	17,7
> 2 ans	67,7	64,4	63,3	55,6	54,2	53,0
APU	206,9	192,5	147,2	152,2	151,3	158,4
Secteur privé	65,4	81,4	84,9	111,2	104,9	94,8
Instruments du marché monétaire	65,7	67,9	80,0	114,8	112,9	156,6
dont : Titres d'OPCVM monétaires	8,2	12,0	22,1	34,4	35,5	58,2
Actions et autres participations	125,3	157,2	166,3	177,2	183,5	189,1
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>235,7</b>	<b>314,3</b>	<b>313,5</b>	<b>366,0</b>	<b>349,4</b>	<b>425,6</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>398,7</b>	<b>425,9</b>	<b>467,9</b>	<b>505,9</b>	<b>507,0</b>	<b>514,9</b>
<b>Non ventilés par zone géographique</b>	<b>279,9</b>	<b>372,4</b>	<b>394,6</b>	<b>448,4</b>	<b>440,2</b>	<b>370,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3 265,3</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 052,0</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 185,5</b>

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Octobre 2002
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>1 671,7</b>	<b>1 769,5</b>	<b>1 754,8</b>	<b>1 806,6</b>	<b>1 838,8</b>	<b>1 887,9</b>
IFM	807,7	884,5	847,4	873,5	868,0	919,6
Administration centrale	8,6	9,8	5,6	1,9	4,4	11,0
Autres secteurs	855,4	875,2	901,7	931,2	966,4	957,3
Dépôts à vue	218,2	242,4	264,9	266,7	300,3	273,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	38,3	39,8	56,2	69,8	63,6	64,7
> 2 ans	293,0	298,4	279,8	271,6	277,5	273,5
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,6	273,8	274,3	285,6	294,3	310,8
Pensions	32,3	20,9	26,5	37,5	30,7	34,9
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>146,1</b>	<b>172,2</b>	<b>161,4</b>	<b>182,0</b>	<b>173,7</b>	<b>201,6</b>
IFM	124,6	150,2	139,0	153,9	149,4	172,5
Autres secteurs	21,5	22,0	22,4	28,0	24,2	29,0
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>287,7</b>	<b>328,3</b>	<b>410,5</b>	<b>435,3</b>	<b>450,3</b>	<b>451,8</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>1 159,8</b>	<b>1 333,5</b>	<b>1 410,0</b>	<b>1 628,1</b>	<b>1 587,7</b>	<b>1 644,3</b>
Titres de créance émis ≤ 2 ans	21,7	24,2	24,7	30,0	31,6	27,4
> 2 ans	320,6	322,3	338,3	350,1	357,0	350,7
Titres d'OPCVM monétaires	157,4	181,7	213,3	264,8	258,6	307,1
Instruments du marché monétaire	104,9	132,3	139,1	173,3	165,6	186,7
Capital et réserves	210,3	245,0	249,3	260,0	270,5	275,2
Autres	344,9	428,0	445,1	549,8	504,5	497,2
<b>TOTAL</b>	<b>3 265,3</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 052,0</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 185,5</b>

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 13

## Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)

<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>					
	Dépôts à vue	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Encours	Total Taux de croissance annuel
<b>1998</b>	62,5	0,5	0,3	63,3	10,9
<b>1999</b>	64,9	0,4	0,3	65,6	3,6
<b>2000</b>	67,8	0,3	0,2	68,3	4,1
<b>2001</b> Octobre	64,0	0,0	0,0	64,1	- 0,3
Novembre	64,8	0,0	0,0	64,8	- 0,0
Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
<b>2002</b> Janvier	71,8	0,0	0,0	71,8	7,6
Février	72,1	0,0	0,0	72,1	8,8
Mars	73,1	0,0	0,0	73,1	11,3
Avril	73,5	0,0	0,0	73,5	9,8
Mai	73,8	0,0	0,0	73,8	13,4
Juin	74,1	0,0	0,0	74,1	13,5
Juillet	72,2	0,0	0,0	72,2	10,7
Août	73,9	0,0	0,0	73,9	14,7
Septembre	74,2	0,0	0,0	74,2	17,0
Octobre	74,3	0,0	0,0	74,3	15,9

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 14  
Engagements monétaires des IFM

(taux de croissance annuel en %)						
	M1 (hors billets et pièces)		M2 (hors billets et pièces)		M3 (hors billets et pièces)	
	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)
<b>1999</b>	10,3	9,6	4,9	4,4	5,3	5,8
<b>2000</b>	7,0	7,6	4,1	6,5	4,6	7,6
<b>2001</b> Octobre	9,0	7,4	7,2	8,6	9,0	9,4
Novembre	10,5	8,0	8,0	8,7	9,7	9,4
Décembre	12,8	11,0	9,5	9,4	10,7	9,8
<b>2002</b> Janvier	13,4	9,0	9,6	7,7	10,3	8,0
Février	13,1	7,6	9,2	7,6	9,9	7,5
Mars	12,4	8,9	9,0	7,8	9,6	7,0
Avril	12,2	8,8	8,7	8,8	9,3	8,3
Mai	11,0	8,1	8,7	7,9	9,4	8,4
Juin	11,3	5,9	8,3	6,1	8,7	5,5
Juillet	10,4	4,3	7,7	5,1	8,1	4,2
Août	10,5	6,7	7,6	5,9	8,0	6,1
Septembre	9,6	8,7	7,0	7,4	7,7	6,8
Octobre	8,5	5,1	6,8	5,5	7,1	4,5

(a) La « contribution française » aux agrégats de la zone euro, selon la définition harmonisée arrêtée par l'Eurosystème, mesure les engagements monétaires des IFM résidant en France, hors billets et pièces en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales), ainsi que par assimilation les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales (La Poste ...). Elle est comparée ici aux engagements monétaires de même type enregistrés dans l'ensemble de la zone.

Sources : BCE, Banque de France (calculs)

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 14 (suite)  
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France

(taux de croissance annuel en %)								
	M1		M2		M3		Crédits au secteur privé	
	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)
<b>1999</b>	10,0	9,4	5,2	4,6	5,6	5,9	9,5	6,6
<b>2000</b>	5,7	6,7	3,7	6,1	4,2	7,2	9,5	9,6
<b>2001</b> Octobre	5,0	4,2	5,4	6,9	7,3	8,2	6,5	7,3
Novembre	5,5	4,2	5,9	6,7	7,7	8,0	6,6	7,3
Décembre	5,1	5,7	6,1	6,7	7,7	7,9	6,1	6,0
<b>2002</b> Janvier	6,7	5,0	6,8	5,6	7,8	6,4	5,7	5,4
Février	6,3	3,3	6,4	5,2	7,4	5,8	5,6	5,4
Mars	6,3	4,9	6,4	5,7	7,3	5,6	5,6	6,0
Avril	6,6	4,9	6,4	6,7	7,3	6,8	5,5	6,0
Mai	6,4	5,2	6,7	6,3	7,6	7,2	5,8	5,4
Juin	7,3	3,8	6,6	4,9	7,2	4,7	5,4	5,2
Juillet	7,3	3,2	6,4	4,5	7,0	3,8	5,1	4,2
Août	8,0	5,8	6,6	5,4	7,1	5,7	5,4	5,1
Septembre	8,0	8,2	6,4	7,1	7,2	6,6	5,2	5,3
Octobre	8,2	5,9	6,8	5,8	7,0	4,7	5,0	4,1

(a) La composante France mesure les engagements monétaires, y compris les billets et pièces, des IFM résidant en France vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales), ainsi que les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales, ou les crédits consentis par ces mêmes IFM. Depuis janvier 2002, les billets en circulation inclus dans M1 font l'objet d'un traitement qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Le taux de croissance des engagements monétaires des IFM résidant en France a été corrigé à partir de janvier 2002 de l'effet lié à la rupture de la série des billets en circulation.

Sources : BCE, Banque de France (calculs)

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18



Tableau 15  
Dépôts à vue

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

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
							Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		140,8	89,4	37,1	267,3	14,0	281,3	3,5
<b>1999</b>		162,0	94,2	38,4	295,6	13,3	308,9	9,3
<b>2000</b>		170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
<b>2001</b>	Octobre	173,6	104,5	38,2	316,3	15,2	331,5	7,1
	Novembre	174,0	107,8	38,8	320,6	14,8	335,4	8,2
	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
<b>2002</b>	Janvier	182,2	106,7	51,2	340,1	17,6	357,7	8,8
	Février	176,3	104,0	51,7	331,9	17,0	349,0	7,9
	Mars	178,1	107,5	49,9	335,5	15,5	351,0	9,1
	Avril	183,2	106,9	50,1	340,1	16,6	356,8	9,4
	Mai	177,9	104,2	48,3	330,3	18,4	348,7	8,8
	Juin	187,1	108,5	46,7	342,2	16,3	358,6	5,7
	Juillet	185,4	105,8	46,2	337,4	16,5	353,9	4,6
	Août	182,7	105,9	46,0	334,7	14,4	349,0	6,7
	Septembre	186,5	108,9	46,6	342,1	17,3	359,4	8,6
	Octobre	183,9	102,3	46,7	332,9	15,5	348,4	5,4

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

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement les sociétés d'assurance et fonds de pension, les OPCVM non monétaires, les entreprises d'investissement et les fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 16  
Comptes sur livret

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

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne- logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	Total	
									Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		108,5	15,2	26,0	35,2	36,2	4,9	47,9	273,8	5,8
<b>1999</b>		101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,1
<b>2000</b>		101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
<b>2001</b>	Octobre	103,0	13,8	29,1	37,4	45,7	5,1	51,6	285,7	5,7
	Novembre	103,0	13,7	29,3	37,5	45,8	5,1	52,3	286,7	6,2
	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
<b>2002</b>	Janvier	107,8	14,5	30,7	39,5	47,6	5,2	56,4	301,7	8,0
	Février	107,5	14,4	30,8	39,5	47,6	5,2	56,8	301,7	8,3
	Mars	107,2	14,3	31,0	39,6	47,6	5,2	57,4	302,2	8,3
	Avril	107,5	14,4	31,3	39,9	47,7	5,2	58,4	304,6	8,4
	Mai	107,2	14,4	31,3	39,8	47,7	5,2	58,8	304,4	8,6
	Juin	106,8	14,4	31,4	39,7	47,6	5,2	58,8	303,9	8,6
	Juillet	107,2	14,6	31,7	40,0	47,6	5,2	60,2	306,7	8,7
	Août	107,6	14,6	32,1	40,2	47,6	5,3	61,6	309,0	8,7
	Septembre	107,6	14,6	32,3	40,2	47,7	5,4	62,4	310,3	9,3
	Octobre	107,5	14,5	32,2	40,1	47,9	5,4	63,1	310,8	8,8

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17  
Dépôts à terme  
≤ 2 ans

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

	Ménages et assimilés	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
						Encours	Taux de croissance annuel
	(a)						
<b>1998</b>	13,8	20,7	0,2	34,8	4,1	38,8	- 0,1
<b>1999</b>	14,4	18,7	0,4	33,4	6,8	40,2	2,0
<b>2000</b>	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
<b>2001</b>							
Octobre	31,5	32,8	0,3	64,7	5,1	69,8	26,8
Novembre	30,3	31,0	0,3	61,6	6,9	68,6	19,9
Décembre	28,4	29,3	0,3	57,9	5,8	63,6	12,2
<b>2002</b>							
Janvier	27,4	27,9	0,4	55,8	5,3	60,9	- 2,0
Février	27,0	28,9	0,5	56,4	6,6	62,9	2,0
Mars	27,6	30,3	0,5	58,4	6,3	64,7	4,5
Avril	27,5	30,0	0,3	57,8	11,9	69,7	12,5
Mai	27,4	31,9	0,4	59,7	6,0	65,7	5,2
Juin	27,3	27,2	0,3	54,8	5,4	60,2	- 4,8
Juillet	28,3	28,5	0,4	57,2	5,4	62,7	- 4,2
Août	28,7	28,4	0,4	57,5	6,2	63,9	- 7,0
Septembre	28,2	28,4	0,4	57,1	5,9	63,1	- 9,3
Octobre	28,0	29,9	0,6	58,6	6,0	64,7	- 6,8

> 2 ans

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

	Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
	PEL	PEP	Autres					Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>	176,0	76,8	30,7	4,3	0,1	287,9	5,1	293,0	4,5
<b>1999</b>	188,7	73,1	27,3	3,9	0,0	293,0	5,4	298,4	1,8
<b>2000</b>	190,3	60,5	23,4	1,7	0,0	276,0	3,8	279,8	- 6,2
<b>2001</b>									
Octobre	189,3	53,0	24,0	1,3	0,0	267,6	4,0	271,6	- 1,6
Novembre	189,6	52,3	23,2	1,4	0,0	266,6	4,0	270,6	- 1,5
Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,0	273,2	4,4	277,5	- 0,8
<b>2002</b>									
Janvier	197,9	52,8	24,0	2,6	0,0	277,2	4,3	281,5	0,4
Février	197,7	52,0	23,1	2,3	0,0	275,1	4,5	279,6	0,4
Mars	197,6	51,3	22,6	2,2	0,0	273,6	4,0	277,7	0,1
Avril	197,5	50,6	22,2	2,2	0,0	272,6	4,0	276,6	0,1
Mai	197,4	50,1	22,2	2,3	0,0	272,0	3,9	275,9	0,4
Juin	196,9	49,4	22,1	2,3	0,0	270,7	4,2	274,9	0,5
Juillet	196,9	48,9	21,9	2,1	0,0	269,8	4,1	273,9	0,8
Août	197,4	48,6	22,3	2,1	0,0	270,5	4,1	274,6	1,2
Septembre	197,7	48,2	22,1	2,1	0,0	270,2	4,1	274,3	1,1
Octobre	198,1	47,8	21,4	2,2	0,0	269,4	4,1	273,5	0,7

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

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement les sociétés d'assurance et fonds de pension, les OPCVM non monétaires, les entreprises d'investissement et les fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

**Tableau 18**  
**Crédits des institutions financières monétaires**  
 Répartition par réseaux distributeurs

*(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)*

		Métropole + Monaco			Autres institutions financières monétaires (c)	Total	
		Banques	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)		Encours	Taux de croissance annuel
		(a)					
<b>1998</b>		687,6	99,7	210,6	12,0	1 009,9	2,8
<b>1999</b>		741,3	99,8	212,4	10,2	1 063,7	5,5
<b>2000</b>		875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Octobre	921,4	99,0	185,5	16,5	1 222,4	6,4
	Novembre	921,2	99,8	185,7	16,0	1 222,8	6,3
	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Janvier	930,7	98,9	187,1	16,4	1 233,1	5,0
	Février	927,8	100,2	191,4	18,0	1 237,3	5,2
	Mars	944,7	99,1	191,1	16,9	1 251,8	5,7
	Avril	959,0	99,5	190,1	17,1	1 265,7	5,7
	Mai	950,9	97,8	190,9	17,7	1 257,3	5,0
	Juin	952,2	101,2	190,6	17,2	1 261,2	5,0
	Juillet	946,1	100,7	191,8	17,2	1 255,9	3,9
	Août	942,8	101,4	191,2	18,3	1 253,6	4,9
	Septembre	945,3	104,0	191,8	18,9	1 260,0	5,1
	Octobre	948,4	103,4	190,6	17,8	1 260,2	4,1

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérents de la Fédération bancaire française. Les données correspondant aux catégories « Banques » et « Caisse nationale d'épargne » ont été révisées suite au reclassement du réseau des caisses d'épargne au sein des « Banques », en application de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

(b) Institutions financières spécialisées et sociétés financières (ISF)

(c) Banque de France, OPCVM monétaires et institutions financières monétaires sises outre-mer

## Répartition par secteurs bénéficiaires

*(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)*

		Secteur privé		Administrations publiques		Total	
		Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		887,4	4,6	122,6	- 8,4	1 009,9	2,8
<b>1999</b>		942,0	6,4	121,6	- 1,5	1 063,7	5,5
<b>2000</b>		1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Octobre	1 111,6	7,3	110,8	- 1,5	1 222,4	6,4
	Novembre	1 111,5	7,1	111,3	- 1,3	1 222,8	6,3
	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Janvier	1 114,9	5,3	118,3	2,1	1 233,1	5,0
	Février	1 117,7	5,3	119,6	4,1	1 237,3	5,2
	Mars	1 135,0	6,0	116,8	2,0	1 251,8	5,7
	Avril	1 150,4	6,0	115,2	2,2	1 265,7	5,7
	Mai	1 143,7	5,4	113,6	1,2	1 257,3	5,0
	Juin	1 144,4	5,1	116,9	3,6	1 261,2	5,0
	Juillet	1 139,3	4,0	116,6	3,2	1 255,9	3,9
	Août	1 137,4	5,0	116,3	3,8	1 253,6	4,9
	Septembre	1 139,5	5,0	120,5	5,7	1 260,0	5,1
	Octobre	1 142,5	4,0	117,7	5,7	1 260,2	4,1

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 19

**Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières**  
 Répartition par objets de financement

*(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)*

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		150,2	128,1	154,6	432,9	3,8
<b>1999</b>		160,8	140,0	159,0	459,8	6,4
<b>2000</b>		178,0	164,1	165,1	507,3	11,9
<b>2001</b>	Octobre	191,9	179,9	168,6	539,5	8,3
	Novembre	192,2	170,3	167,3	529,9	6,1
	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,6
<b>2002</b>	Janvier	193,6	166,6	165,7	525,9	2,7
	Février	194,1	160,5	167,2	521,8	1,8
	Mars	194,2	167,4	169,5	531,1	3,3
	Avril	194,0	170,0	169,3	533,3	2,3
	Mai	195,3	164,0	169,5	528,8	1,6
	Juin	197,7	165,3	170,2	533,3	2,5
	Juillet	200,3	166,4	169,0	535,6	2,2
	Août	200,4	163,7	169,1	533,2	2,7
	Septembre	199,1	163,0	168,3	530,5	0,5
	Octobre	199,0	165,3	167,9	532,2	- 0,4

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

**Crédits des établissements de crédit aux ménages**  
 Répartition par objets de financement

*(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)*

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		263,5	82,6	78,2	424,3	4,1
<b>1999</b>		285,1	92,5	76,9	454,5	7,8
<b>2000</b>		305,3	100,2	77,1	482,5	6,8
<b>2001</b>	Octobre	321,3	103,2	79,2	503,8	5,3
	Novembre	322,8	104,4	79,4	506,6	5,7
	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	5,8
<b>2002</b>	Janvier	326,1	104,8	79,9	510,7	5,8
	Février	327,3	104,6	79,9	511,9	5,6
	Mars	329,8	105,6	79,3	514,7	6,1
	Avril	332,2	106,1	79,8	518,2	6,5
	Mai	334,4	107,1	80,3	521,7	7,0
	Juin	337,1	106,7	80,7	524,5	6,6
	Juillet	340,2	106,1	81,8	528,2	6,6
	Août	342,3	105,5	81,2	529,0	6,7
	Septembre	344,7	105,9	81,9	532,5	6,8
	Octobre	346,6	107,7	81,5	535,8	7,1

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 21

## Endettement des sociétés non financières sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		31,1	126,5	157,6	10,0
<b>1999</b>		41,2	154,2	195,4	23,2
<b>2000</b>		56,4	178,7	235,1	20,9
<b>2001</b>	Octobre	65,0	219,6	284,6	25,2
	Novembre	63,5	232,2	295,7	27,2
	Décembre	56,2	235,8	292,0	23,4
<b>2002</b>	Janvier	57,3	236,9	294,1	23,1
	Février	59,4	240,5	299,9	21,7
	Mars	59,9	241,2	301,2	13,0
	Avril	56,9	240,1	297,0	12,1
	Mai	54,4	243,2	297,6	10,5
	Juin	47,5	242,5	289,9	4,9
	Juillet	47,4	244,4	291,8	3,6
	Août	46,7	243,1	289,8	1,1
	Septembre	45,6	244,6	290,2	1,0
	Octobre	43,9	247,4	291,3	2,5

Source : Banque de France

Réalisé le 28 novembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 22

## Endettement des administrations publiques sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		48,8	546,1	594,9	9,0
<b>1999</b>		34,9	585,4	620,3	4,0
<b>2000</b>		43,2	607,6	650,7	4,9
<b>2001</b>	Octobre	50,3	634,2	684,5	6,5
	Novembre	58,2	637,3	695,5	7,8
	Décembre	52,4	636,2	688,6	5,8
<b>2002</b>	Janvier	54,8	635,0	689,8	5,9
	Février	55,9	644,8	700,8	6,8
	Mars	63,3	645,0	708,3	8,1
	Avril	63,0	639,7	702,7	4,9
	Mai	68,3	648,5	716,7	6,1
	Juin	73,1	659,8	732,8	7,6
	Juillet	72,5	647,3	719,9	6,8
	Août	76,3	646,0	722,3	5,4
	Septembre	75,1	656,7	731,8	5,7
	Octobre	74,2	667,6	741,7	8,3

Source : Banque de France

Réalisé le 28 novembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23  
**Endettement intérieur total (EIT)**  
 Répartition par agents

<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>					
		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total
					Encours      Taux de croissance annuel
<b>1998</b>		438,9	754,7	763,9	1 957,4      5,0
<b>1999</b>		469,9	841,9	785,1	2 097,0      6,9
<b>2000</b>		498,2	972,6	819,0	2 289,8      9,1
<b>2001</b>	Octobre	519,1	1 074,6	839,6	2 433,3      8,5
	Novembre	522,0	1 077,6	850,6	2 450,2      8,7
	Décembre	524,4	1 072,0	854,0	2 450,4      7,2
<b>2002</b>	Janvier	526,3	1 080,2	851,9	2 458,3      7,4
	Février	527,6	1 081,6	863,9	2 473,2      7,6
	Mars	530,4	1 099,7	868,2	2 498,3      7,8
	Avril	533,9	1 105,5	864,2	2 503,6      6,8
	Mai	537,5	1 100,0	876,2	2 513,7      6,7
	Juin	540,3	1 102,9	894,8	2 538,1      6,6
	Juillet	544,1	1 110,7	879,9	2 534,6      6,2
	Août	544,9	1 112,3	883,7	2 541,0      5,9
	Septembre	548,4	1 111,1	898,6	2 558,1      5,6
	Octobre	551,8	1 118,4	905,6	2 575,8      6,2

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

Source : Banque de France

Réalisé le 28 novembre 2002  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 28 18 15

Tableau 23 (suite)  
**Endettement intérieur total (EIT) (suite)**  
 Répartition par instruments

	Encours Octobre 2002	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Taux de croissance annuel			
		Décembre 2000	Décembre 2001	Septembre 2002	Octobre 2002
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2575,8</b>	<b>9,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>
Ménages et assimilés (a)	551,8	6,6	5,8	6,7	6,9
≤ 1 an	31,3	22,4	6,1	11,2	10,1
> 1 an	520,5	5,8	5,8	6,5	6,8
Sociétés non financières	1118,4	15,0	10,3	4,9	4,6
≤ 1 an	407,6	23,2	3,0	2,5	2,5
> 1 an	710,8	10,6	14,8	6,2	5,9
Administrations publiques	905,6	4,3	4,3	5,7	7,8
≤ 1 an	135,2	15,2	7,7	26,3	32,6
> 1 an	770,4	3,0	3,8	2,7	4,4
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>1238,7</b>	<b>7,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>
Ménages et assimilés (a)	551,8	6,6	5,8	6,7	6,9
≤ 1 an	31,3	22,4	6,1	11,2	10,1
> 1 an	520,5	5,8	5,8	6,5	6,8
Sociétés non financières	566,1	9,3	3,4	0,6	- 0,3
≤ 1 an	138,6	14,7	- 6,2	- 6,7	- 5,2
> 1 an	427,5	7,4	6,9	3,2	1,3
Administrations publiques	120,8	0,1	- 2,7	5,4	5,1
≤ 1 an	18,0	13,2	- 15,7	36,1	53,2
> 1 an	102,8	- 1,4	- 0,9	1,4	- 0,3
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>261,0</b>	<b>26,0</b>	<b>13,4</b>	<b>21,5</b>	<b>20,5</b>
<b>Financements de marchés</b>	<b>1033,1</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>
Sociétés non financières	291,3	20,9	23,4	1,0	2,5
≤ 1 an	43,9	35,9	- 1,1	- 30,1	- 33,0
> 1 an	247,4	16,8	31,2	10,1	13,0
Administrations publiques	741,7	4,9	5,8	5,7	8,3
≤ 1 an	74,2	23,7	21,6	38,3	47,6
> 1 an	667,6	3,8	4,7	3,0	5,2
<b>Financement monétaire du Trésor public</b>	<b>43,0</b>	<b>8,1</b>	<b>1,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>

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

(b) IF (institutions financières) : institutions financières monétaires et autres intermédiaires financiers (CNA, CNT, Comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires, fonds communs de créances)

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux

Source : Banque de France

Réalisé le 28 novembre 2002  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24  
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans
1998	Décembre	3,00	3,16	3,32	3,73
1999	Décembre	2,25	2,42	3,45	3,96
2000	Décembre	3,00	3,08	4,94	4,53
2001	Octobre	3,00	3,08	3,60	4,36
	Novembre	3,00	3,08	3,39	4,42
	Décembre	3,00	3,08	3,34	4,44
2002	Janvier	3,00	3,08	3,34	4,48
	Février	3,00	3,08	3,36	4,52
	Mars	3,00	3,08	3,39	4,61
	Avril	3,00	3,07	3,41	4,61
	Mai	3,00	3,07	3,47	4,62
	Juin	3,00	3,07	3,46	4,52
	Juillet	3,00	3,07	3,41	4,50
	Août	3,00	3,07	3,35	4,50
	Septembre	3,00	3,07	3,31	4,32
	Octobre	3,00	3,07	3,26	4,40

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 25  
Coût du crédit

		(taux mensuels moyens en %)			
		Crédits à la consommation	Crédits à l'habitat à taux fixe	Crédits aux entreprises	
				≤ 1 an	> 1 an
1998	Décembre	9,22	6,45	4,52	4,55
1999	Décembre	9,04	6,16	4,58	4,44
2000	Décembre	9,79	6,99	5,98	5,91
2001	Octobre	9,58	6,29	4,93	5,29
	Novembre	9,58	6,29	4,93	5,29
	Décembre	9,58	6,29	4,95	5,29
2002	Janvier	9,36	6,05	4,54	5,12
	Février	9,36	6,05	4,54	5,12
	Mars	9,35	6,05	4,51	5,12
	Avril	9,56	6,05	4,88	5,48
	Mai	9,56	6,05	4,88	5,48
	Juin	9,57	6,05	4,89	5,48
	Juillet	9,38	6,04	4,66	4,99
	Août	9,38	6,04	4,66	4,99
	Septembre	9,38	6,04	4,66	4,99
	Octobre	9,38	6,04	4,66	4,99

Source : Banque de France

Réalisé le 3 décembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08



Tableau 26  
Taux des crédits et seuils de l'usure

	(en %)		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2002	Taux effectif pratiqué au 3 <sup>e</sup> trimestre 2002	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> octobre 2002
<b>Crédits aux particuliers</b>			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	8,07	6,04	8,05
Prêts à taux variable	8,05	5,99	7,99
Prêts relais	8,44	6,21	8,28
<i>Crédits de trésorerie (a)</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 1 524 euros	23,13	17,18	22,91
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	18,64	13,79	18,38
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	11,60	8,49	11,32
<b>Crédits aux entreprises</b>			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	10,00	7,39	9,85
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	7,68	5,65	7,53
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	8,41	6,19	8,25
Découverts en compte (b)	12,77	9,18	12,24
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	10,80	7,76	10,35

NB : Informations publiées au Journal officiel du 20 septembre 2002

- (a) À la suite de la mise en application du décret relatif au calcul du taux effectif global des crédits à la consommation des ménages (décret n° 2002-928 du 10 juin 2002), les TEG et les seuils de l'usure associés applicables à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2002 sont déterminés selon la méthode équivalente et non plus proportionnelle. Pour estimer les seuils de l'usure selon la nouvelle méthode, la Banque de France a procédé à une correction des TEG du deuxième trimestre.
- (b) Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 2002 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2002  
Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 49 43

Tableau 27

**Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en novembre 2002)**

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)					Date d'amortissement final	Date de règlement
				Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuariel (c)				
Marché parisien										
OAT 4,75 % Octobre 2012	1	95	3 221,07	100,69	4,75	4,66		25.10.2012		12.11.2002
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	2	95	0,23	108,12	3,00	2,62		25.07.2009		25.11.2002
OAT 4,75 % Octobre 2012 personnes physiques	3	95	40,22	102,70	4,75	4,41		25.10.2012		25.11.2002
Gecina 3,25 % Novembre 2002 (OC)	4	28	289,65	100,00	3,25			01.01.2006		15.11.2002
Région Champagne-Ardenne 4,875% Novembre 2002	5	97	30,03	100,11	4,88			14.11.2011		14.11.2002
AFD 4,75 % Novembre 2002	6	61	495,77	99,16	4,75			25.10.2012		15.11.2002
CRH 5 % Novembre 2002	7	65	457,05	100,45	5,00	4,95		25.10.2013		15.11.2002
Vivendi Universal 8,25 % Novembre 2002	8	28	1 000,00	100,00	8,25			25.11.2005		26.11.2002
CIC 5,25 % Octobre 2002 TSDD	9	32	22,28	99,46	5,25	5,31		02.01.2015		13.11.2002
CFF 3 % Novembre 2002 EMTN/OF	10	49	1 495,31	99,69	3,00			29.11.2004		29.11.2002
<b>TOTAL</b>			<b>7 051,61</b>							
(Pour mémoire coupon couru)			8,80							

(a) Cf. page ci-contre

(b) Montant, hors coupon couru, en prix d'émission

(c) Ou taux minimum pour les emprunts à taux variable ou révisable

Source : Banque de France

Réalisé le 29 novembre 2002  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 27 (suite)

**Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en novembre 2002) (suite)**

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuariel retenus sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 2 **OATi 3 % Juillet 2009 indexée sur l'inflation destinée aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2003, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,0199 euro par titre. **Assimilation** le 25 juillet 2003 à « l'OATi 3% Juillet 2009 » (CV 57142), après paiement du coupon.
- 3 **OAT 4,75 % Octobre 2012 destinée aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 octobre 2003, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,04347 euro par titre. **Assimilation** le 25 octobre 2003 à « l'OAT 4,75 % Octobre 2012 » (CV 18869), après paiement du coupon.
- 4 **Obligations convertibles en actions (OC)** : à tout moment à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2002, à raison de 0,9 actions Gecina de 15 euros nominal pour une obligations convertible Gecina de 78,97 euros de nominal présentée. **Intérêt** : le premier coupon payable le 1<sup>er</sup> janvier 2003 s'élèvera à 2,57 euros par titre pour la période du 15 novembre 2002 au 31 décembre 2002. **Amortissement normal** le 1<sup>er</sup> janvier 2006 à 117,95 % du nominal. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** : l'émetteur pourra, à son seul gré, procéder à tout moment, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2003 et jusqu'au la date d'échéance, au remboursement anticipé de tout ou partie des obligations restant en circulation, le prix de remboursement sera déterminé de manière à assurer au souscripteur un taux de rendement actuariel brut de 5 %. **Amortissement résiduel** à tout moment au prix de 93,15 euros par titre soit 117,95 % de la valeur nominale majorée des intérêts courus à condition que le nombre d'obligations restant en circulation soit inférieur à 10 % du nombre d'OC émises.
- 5 **Les obligations** seront remboursées par moitié au pair le 15 novembre 2010 et pour l'autre moitié au pair le 14 novembre 2011.
- 6 **le premier coupon** payable le 25 octobre 2003 s'élèvera à 44,76 euros par titre pour 344 jours d'intérêts.
- 7 **Assimilation** immédiate à l'emprunt « CRH 5 % Mars 2002 » (CV 48870).
- 8 **Obligations remboursables en actions (ORA)** : les obligations seront remboursables en actions nouvelles de la société. **Amortissement normal** : amortissement en totalité par un remboursement en actions nouvelles prévu le 25 novembre 2005 sur la base d'une action par obligation. **Amortissement anticipé au gré du détenteur (AGD)** : les porteurs d'obligations pourront à tout moment à compter du 26 mai 2003 jusqu'au 7<sup>ème</sup> jour de bourse précédant la date de remboursement des obligations, demander le remboursement des obligations en actions nouvelles.
- 9 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD)**. Le premier coupon, payable le 2 janvier 2001, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 59,69 euro par titre pour 415 jours d'intérêts.
- 10 **Obligations foncières** émises hors de France dans le cadre de son programme d'Euro medium term note

Tableau 27 (fin)

## Émissions obligataires (émissions de l'État pour l'année 2002)

(flux en millions d'euros, prix d'émission en %)

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Total
OATi 3 % Juillet 2009													
Valeur nominale	318	594	589		615	181							2 297
Prix d'émission	96,80	97,30	96,81		98,00	99,00							
Émission brute	308	578	570		603	178							2 237
OATi 3 % Juillet 2009 pers. phys.													
Valeur nominale			1			1							2
Prix d'émission			103,01			105,05							
Émission brute			1			1							2
OAT 5 % Octobre 2011													
Valeur nominale	4 916												4 916
Prix d'émission	100,38												
Émission brute	4 935												4 935
OAT 5 % Octobre 2011 pers. phys.													
Valeur nominale	46	31						23					100
Prix d'émission	102,42	102,48						103,44					
Émission brute	47	32						24					103
OAT 5 % Avril 2012													
Valeur nominale			7 667		4 235	2 700	1 890						16 492
Prix d'émission			98,14		98,48	98,00	99,56						
Émission brute			7 524		4 171	2 654	1 882						16 231
OAT 5 % Avril 2012 pers. phys.													
Valeur nominale			85	87	38	47	38						295
Prix d'émission			100,17	100,09	100,50	100,35	101,60						
Émission brute			85	87	38	47	38						295
OATéi 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale	787	735	662		582	629							3 395
Prix d'émission	97,83	98,30	97,54		98,99	99,51							
Émission brute	770	722	646		576	626							3 340
OAT 4,75 % Octobre 2012													
Valeur nominale									6 456	2 248	3 199		11 903
Prix d'émission									101,91	102,31	100,69		
Émission brute									6 579	2 300	3 221		12 100
OAT 4,75 % Octobre 2012 pers. phys.													
Valeur nominale									52	90	39		181
Prix d'émission									103,92	104,31	102,70		
Émission brute									54	94	40		188
OAT 5 % Octobre 2016													
Valeur nominale						2 309				1 321			3 630
Prix d'émission						96,00				102,62			
Émission brute						2 217				1 356			3 573
OATi 3,40 % Juillet 2029													
Valeur nominale	270					433							703
Prix d'émission	96,55					100,59							
Émission brute	261					434							695
OATéi 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale										3 080			3 080
Prix d'émission										98,88			
Émission brute										3 046			3 046
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale		3 807					2 145						5 952
Prix d'émission		107,31					106,00						
Émission brute		4 085					2 274						6 359
TOTAL													
Valeur nominale	6 337	5 167	9 004	87	5 470	6 300	4 073	23	6 508	6 739	3 238		52 946
Émissions brutes	6 321	5 417	8 826	87	5 388	6 157	4 194	24	6 633	6 796	3 261		53 104
Amortissements	0	225	845	2 503	2 156	0	30	0	0	0	12 766		18 525
Émissions nettes	6 321	5 192	7 981	- 2 416	3 232	6 157	4 164	24	6 633	6 796	- 9 505		34 579
TOTAL CUMULÉ 2002													
Valeur nominale	6 337	11 504	20 508	20 595	26 065	36 438	36 438	36 461	42 969	49 708	52 946		
Émissions brutes	6 321	11 738	20 564	20 651	26 039	32 196	36 390	36 414	43 047	49 843	53 104		
Amortissements	0	225	1 070	3 573	5 729	5 729	5 759	5 759	5 759	5 759	18 525		
Émissions nettes	6 321	11 513	19 494	17 078	20 310	26 467	30 631	30 655	37 288	44 084	34 579		
TOTAL CUMULÉ 2001													
Valeur nominale	4 402	8 467	11 996	16 405	21 543	26 017	30 091	33 153	38 299	48 323	47 546	49 120	
Émissions brutes	4 505	8 496	12 099	16 682	22 062	26 513	30 636	33 906	39 025	46 637	48 446	50 008	
Amortissements	12 083	12 242	12 398	12 398	12 398	12 398	14 963	15 948	17 372	20 442	25 013	26 858	
Émissions nettes	- 7 578	- 3 746	- 300	4 284	9 664	14 115	15 673	17 958	21 654	26 195	23 433	23 150	

NB : (Objectif exprimé en prix d'émission hors coupon couru, net des opérations de restructuration de la dette par échange ou rachat de titres)

Depuis juillet 1997, toutes les adjudications d'OAT ont lieu le premier jeudi du mois.

Possibilité de créer de nouvelles lignes ou de remettre sur des lignes précédemment émises

Le prix d'émission correspond au prix moyen pondéré.

Source : Banque de France

Réalisé le 29 novembre 2002  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28

## Émissions d'obligations et de titres participatifs en euros et en devises

Marché parisien

	(flux en date de règlement, en milliards d'euros)											
	2001						2002					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Nov.	11 mois	Année	Nov.	11 mois	Année	Oct.	Nov.	11 mois	Oct.	Nov.	11 mois
<b>Ensemble des agents (a)</b>	<b>7,8</b>	<b>82,9</b>	<b>87,8</b>	<b>- 1,8</b>	<b>12,9</b>	<b>12,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,1</b>	<b>82,7</b>	<b>6,2</b>	<b>- 11,2</b>	<b>27,3</b>
<b>Administrations publiques</b>												
<b>(hors La Poste)</b>	<b>3,2</b>	<b>52,2</b>	<b>53,8</b>	<b>- 1,4</b>	<b>26,8</b>	<b>26,4</b>	<b>6,8</b>	<b>3,3</b>	<b>54,2</b>	<b>6,8</b>	<b>- 11,4</b>	<b>30,6</b>
État	1,8	48,4	50,0	- 2,8	23,4	23,2	6,8	3,3	53,1	6,8	- 9,5	34,6
État-organismes repris	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Odac	1,3	3,7	3,7	1,3	3,5	3,5	—	—	1,0	—	—	- 1,8
Apul	0,0	0,1	0,2	0,0	- 0,1	- 0,2	—	0,0	0,1	0,0	0,0	- 0,4
Administrations – Sécurité sociale	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	- 1,8	- 1,8
<b>Établissements de crédit et assimilés</b>	<b>2,7</b>	<b>18,2</b>	<b>20,6</b>	<b>- 2,3</b>	<b>- 12,0</b>	<b>- 12,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>16,4</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 6,4</b>
<b>Banques</b>	<b>0,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>- 2,0</b>	<b>- 12,7</b>	<b>- 11,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>4,8</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 1,8</b>	<b>- 7,0</b>
Banques AFB	0,3	3,8	4,2	- 1,5	- 11,3	- 11,7	0,2	0,0	2,4	- 0,6	- 0,9	- 5,5
Natexis Banque	—	0,6	1,7	- 0,6	- 1,4	- 0,4	—	—	0,2	—	- 0,7	- 1,4
Banques populaires	—	0,3	0,4	—	0,3	0,3	0,0	—	0,2	0,0	—	- 0,2
Crédit agricole	0,6	2,0	2,6	0,3	0,0	0,7	—	—	1,9	- 0,2	- 0,1	0,3
Crédit mutuel	—	0,1	0,1	- 0,2	- 0,3	- 0,3	—	—	—	- 0,1	- 0,2	- 0,2
Crédit mutuel agricole et rural	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,0
Crédit coopératif	—	—	—	—	0,0	0,0	—	—	0,2	—	—	0,0
Crédits municipaux	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>Sociétés financières et assimilées</b>	<b>0,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>- 1,2</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>8,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>
Sicomi – Sofergie	—	—	—	—	- 0,1	- 0,1	—	—	—	—	—	—
Stés de financement des télécommunications	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Caisse de refinancement de l'habitat	0,3	1,0	1,3	0,3	1,0	1,3	0,2	0,5	1,6	0,2	0,5	0,2
Stés financières habilitées à titre individuel	—	7,2	7,2	- 1,5	4,2	2,7	1,0	1,5	6,7	1,0	0,9	3,6
Maisons de titres	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>Inst. financières spécialisées et assimilées</b>	<b>0,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 4,4</b>	<b>- 4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>- 2,8</b>
Crédit d'équipement des PME	—	—	—	- 0,1	- 0,6	- 0,6	—	—	—	—	- 0,1	- 0,8
Entenial (ex CDE)	—	—	—	- 0,4	- 0,9	- 0,9	—	—	—	—	—	- 0,5
Crédit foncier de France	—	—	—	0,0	- 1,9	- 1,9	0,0	—	0,0	0,0	- 0,3	- 2,1
Sociétés de développement régional	—	—	—	—	0,0	0,0	—	—	—	—	—	0,0
Agence française de développement	—	0,3	0,3	—	- 0,4	- 0,4	—	0,5	1,0	- 0,1	0,5	0,4
Crédit local de France	—	—	—	—	- 0,7	- 0,9	—	—	—	—	—	- 0,1
Caisse nationale des autoroutes	0,4	1,5	1,5	0,4	0,6	0,5	—	—	1,4	—	—	0,3
<b>Institutions financières diverses</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>0,9</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>- 0,4</b>
Groupements	—	—	—	—	- 1,1	- 1,1	—	—	—	—	—	- 1,1
Autres	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	—	—	0,9	—	—	0,7
<b>Sociétés non financières</b>	<b>1,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>	<b>1,9</b>	<b>- 1,9</b>	<b>- 1,8</b>	<b>—</b>	<b>1,3</b>	<b>12,1</b>	<b>- 0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>3,1</b>
GEN y compris La Poste	—	4,7	4,7	—	- 5,5	- 6,2	—	—	0,8	- 0,3	—	- 2,4
Charbonnages de France	—	0,3	0,3	—	- 0,2	- 0,2	—	—	0,5	—	—	0,1
Électricité de France	—	0,8	0,8	—	- 0,9	- 0,9	—	—	0,6	—	—	0,5
Gaz de France	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
SNCF	—	0,5	0,5	—	- 0,5	- 1,2	—	—	—	—	—	- 2,0
RATP	—	—	—	—	- 0,6	- 0,6	—	—	—	—	—	- 0,3
Air France	—	—	—	—	- 0,2	- 0,2	—	—	—	—	—	—
La Poste – France Télécom	—	3,1	3,1	—	- 3,2	- 3,2	—	—	—	- 0,3	—	- 0,4
Autres sociétés	1,9	7,8	8,5	1,9	3,7	4,4	—	1,3	11,3	- 0,5	0,6	5,5
<b>Compagnies d'assurance</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>0,1</b>	<b>—</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
Pour mémoire :												
Titres subordonnés	0,9	2,7	3,7	0,6	0,4	0,9	0,2	0,0	3,7	0,1	0,0	2,5
Titres participatifs	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

NB : Obligations et titres participatifs émis sur le marché parisien

Émissions cotées principalement à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

(a) Compte tenu de la disparition de quelques émetteurs (CNT, Crédit national, FIS, CNE...), les données relatives à certains regroupements (GEN, IF...) peuvent être différentes des données détaillées.

Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2002  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 29

**Obligations et titres participatifs en euros et en devises**  
**Marché parisien**

(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)

	2001			2002		
	Octobre	Novembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
<b>Ensemble des agents (a)</b>	<b>805,4</b>	<b>803,2</b>	<b>802,9</b>	<b>835,1</b>	<b>841,3</b>	<b>830,1</b>
<b>Administrations publiques (hors La Poste)</b>	<b>472,7</b>	<b>471,5</b>	<b>471,1</b>	<b>506,4</b>	<b>513,2</b>	<b>501,8</b>
État	444,8	442,3	442,1	479,5	486,3	476,7
État-organismes repris	—	—	—	—	—	—
Odac	22,5	23,8	23,8	22,0	22,0	22,0
Apul	3,2	3,2	3,1	2,8	2,8	2,7
Administrations – Sécurité sociale	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	0,3
<b>Établissements de crédit et assimilés</b>	<b>201,5</b>	<b>199,2</b>	<b>199,0</b>	<b>192,6</b>	<b>192,9</b>	<b>192,5</b>
Banques	101,6	99,6	100,9	96,3	95,4	93,6
Banques AFB	68,6	67,1	66,7	62,4	61,8	60,9
Natexis Banque	6,8	6,2	7,2	6,5	6,5	5,8
Banques populaires	4,5	4,5	4,6	4,4	4,4	4,4
Crédit agricole	19,0	19,3	19,9	20,4	20,2	20,1
Crédit mutuel	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	1,4
Crédit mutuel agricole et rural	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédit coopératif	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Crédits municipaux	—	—	—	—	—	—
<i>Sociétés financières et assimilées</i>	<i>52,3</i>	<i>51,0</i>	<i>49,9</i>	<i>51,2</i>	<i>52,4</i>	<i>53,8</i>
Sicomi – Sofergie	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Stés financement des télécommunications	—	—	—	—	—	—
Caisse de refinancement de l'habitat	12,3	12,6	12,9	12,5	12,7	13,2
Stés financières habilitées à titre individuel	39,4	37,9	36,4	38,1	39,1	40,0
Maisons de titres	—	—	—	—	—	—
<i>Inst. financières spécialisées et assimilées</i>	<i>42,0</i>	<i>41,9</i>	<i>41,6</i>	<i>38,9</i>	<i>38,9</i>	<i>39,0</i>
Crédit d'équipement des PME	3,5	3,5	3,5	2,8	2,8	2,7
Entenial (ex CDE)	2,3	1,9	1,9	1,4	1,4	1,4
Crédit foncier de France	8,7	8,7	8,7	6,9	6,9	6,6
Sociétés de développement régional	0,0	0,0	0,0	—	—	—
Agence française de développement	6,1	6,1	6,1	6,1	6,0	6,5
Crédit local de France	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6
Caisse nationale des autoroutes	17,7	18,0	17,9	18,2	18,2	18,2
<i>Institutions financières diverses</i>	<i>5,6</i>	<i>6,6</i>	<i>6,6</i>	<i>6,2</i>	<i>6,2</i>	<i>6,2</i>
Groupements	1,9	1,8	1,8	0,7	0,7	0,7
Autres	3,7	4,8	4,8	5,5	5,5	5,5
<b>Sociétés non financières</b>	<b>129,1</b>	<b>130,5</b>	<b>130,5</b>	<b>133,9</b>	<b>133,1</b>	<b>133,7</b>
GEN y compris La Poste	53,1	53,1	52,4	50,3	50,0	50,0
Charbonnages de France	4,3	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5
Électricité de France	10,3	10,3	10,3	10,5	10,5	10,5
Gaz de France	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
SNCF	19,7	19,7	19,0	17,0	17,0	17,0
RATP	3,1	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9
Air France	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
La Poste – France Télécom	14,8	14,8	14,8	14,6	14,3	14,3
Autres sociétés	76,0	77,4	78,1	83,6	83,1	83,7
<b>Compagnies d'assurance</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
<i>Pour mémoire :</i>						
Titres subordonnés	32,6	33,2	33,7	35,7	35,9	35,9
Titres participatifs	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

NB : Obligations et titres participatifs émis sur le marché parisien

Émissions cotées principalement à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

(a) Compte tenu de la disparition de quelques émetteurs (CNT, Crédit national, FIS, CNE...), les données relatives à certains regroupements (GEN, IF...) peuvent être différentes des données détaillées.

Source : Banque de France

Réalisé le 9 décembre 2002  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 30

**Titres de créances négociables hors bons du Trésor**

Répartition des encours par catégories de souscripteurs initiaux

*(en milliards d'euros)*

	Souscripteurs financiers (a)			Souscripteurs non financiers			Souscripteurs non résidents			Total
	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	
<b>2000</b>										
Novembre	99,6	63,6	53,6	43,4	8,4	5,0	8,2	5,1	2,7	289,6
Décembre	89,1	65,4	54,6	38,0	7,7	4,6	9,0	5,9	2,6	276,9
<b>2001</b>										
Janvier	101,6	70,3	53,8	41,2	7,8	4,5	9,5	5,2	2,9	296,8
Février	106,8	72,1	52,9	43,8	7,3	4,5	10,1	5,2	2,9	305,6
Mars	107,7	74,1	51,5	45,0	5,7	4,4	10,6	4,5	2,8	306,3
Avril	114,6	69,9	51,1	44,3	6,0	4,4	10,8	4,1	3,0	308,2
Mai	107,7	74,0	50,8	43,4	6,1	4,3	11,4	4,2	3,0	304,9
Juin	108,4	75,5	50,0	39,5	6,2	4,3	24,5	4,3	3,0	315,7
Juillet	108,4	77,1	49,6	40,0	5,6	4,2	24,8	4,2	3,0	316,9
Août	105,0	80,2	49,6	41,8	6,0	4,3	19,5	4,1	2,9	313,4
Septembre	102,2	79,2	49,3	38,8	5,6	4,2	25,5	3,9	2,8	311,5
Octobre	109,5	78,0	49,4	40,6	6,2	4,2	26,4	4,8	2,9	322,0
Novembre	107,8	77,2	51,4	42,3	7,7	4,2	22,4	5,9	2,9	321,8
Décembre	103,2	73,0	50,9	37,6	6,5	4,1	25,4	5,5	3,0	309,2
<b>2002</b>										
Janvier	109,9	76,5	50,9	43,9	6,9	3,8	25,4	5,1	3,0	325,4
Février	110,6	78,3	49,7	42,5	7,0	3,8	23,2	4,2	3,0	322,3
Mars	109,8	78,1	49,6	44,4	7,6	3,8	25,0	3,8	2,9	325,0
Avril	113,6	76,2	49,8	41,8	6,4	3,8	24,8	3,4	2,8	322,6
Mai	115,5	73,8	49,0	45,2	6,0	4,8	25,4	3,1	2,7	325,5
Juin	120,3	66,9	49,0	42,3	4,1	5,7	23,0	2,9	1,3	315,5
Juillet	124,8	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	319,8
Août	126,3	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,7
Septembre	127,1	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,1
Octobre	127,6	67,5	48,2	47,3	2,2	5,4	18,5	2,5	1,1	320,3
Novembre	134,9	67,5	48,0	45,4	2,5	5,3	15,8	2,2	0,9	322,5

NB : Encours euros (euros, monnaies de la zone euro et écus) et devises (devises des pays appartenant à l'Union européenne hors zone euro et des pays tiers) cumulés, calculés au dernier jour du mois

Contre-valeur des devises calculée à la même date

Encours calculés à partir des bases de données TCN de la DOM

(a) Souscripteurs financiers : établissements de crédit et assimilés, OPCVM, assurances, caisses de retraite et mutuelles

Source : Banque de France

Réalisé le 5 décembre 2002  
DOM – SAM – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 31

## Détenition par les non-résidents de titres français : actions cotées, obligations, bons du Trésor

	Fin 1997 (r)	Fin 1998 (r)	Fin 1999 (p)	Fin 2000 (p)	Septembre 2001 (p)	Décembre 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)
<b>Encours des non-résidents (a) en milliards d'euros</b>								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	166,6	224,4	393,4	465,6	348,6	404,3	412,5	342,8
Source : Position extérieure	192,8	267,2	474,2	581,6	427,8	493,3	503,8	430,1
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	84,8	116,2	144,5	195,9	227,6	233,4	242,2	253,0
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	35,5	60,8	69,3	112,1	134,3	138,9	144,8	152,3
Source : Position extérieure	47,2	66,0	74,5	115,8	134,1	137,6	142,9	148,2
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	37,6	50,2	70,0	80,1	93,5	95,8	99,3	104,8
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	15,5	18,5	30,2	32,0	36,7	40,4	42,0	43,1
Source : Position extérieure	124,1	130,1	130,0	158,8	183,5	189,6	187,6	187,5
<b>Part des non-résidents en % (d)</b>								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	36,0	35,7	35,0	37,5	37,0	36,5	36,9	36,5
Source : Position extérieure	31,1	31,9	33,8	35,5	35,0	35,1	35,0	40,5
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	15,0	18,3	23,3	29,7	32,2	33,5	33,9	34,4
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	11,1	17,3	18,9	27,9	31,4	32,5	33,2	35,0
Source : Position extérieure	12,4	15,0	17,2	25,2	27,4	28,5	28,6	29,5
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	20,4	25,5	37,2	40,0	42,8	44,8	46,1	44,7
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	5,7	5,9	10,0	10,9	12,5	13,5	14,2	14,6
Source : Position extérieure	25,7	27,5	27,1	33,1	35,1	37,2	36,8	37,0
<b>Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB</b>								
1. Actions cotées	49,6	64,3	103,5	102,8	73,7	84,3	85,8	71,8
2. Dette publique négociable	45,1	48,8	45,9	46,6	48,6	47,6	48,5	49,7
3. Autres obligations (hors État)	38,6	36,2	35,4	33,9	35,8	34,8	34,6	34,2

(r) Chiffres révisés – Source : Position extérieure

(p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SEVAM) et Position extérieure (DBDP – SEMEX) — Dans la base 1995 de la comptabilité nationale, les données de la position extérieure sont reprises dans les comptes nationaux – compte financier du reste du monde (DESM – SESOF).

Les différences entre les résultats de l'enquête-titres et ceux de la position extérieure tiennent à la vocation spécifique des deux recensements statistiques, en particulier :

- l'enquête du SEVAM repose sur les informations des principales conservations résidentes et a pour objectif de mesurer l'activité de la place de Paris pour les valeurs françaises aussi bien qu'étrangères, alors que la position extérieure vise à recenser les encours de titres français détenus par les non-résidents quel que soit leur lieu de conservation et tend donc de ce point de vue à l'exhaustivité ;

- l'enquête du SEVAM comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire (conforme au sens juridique de la détention), tandis que, dans la position extérieure, elles demeurent à l'actif du cédant (conformément au 5<sup>e</sup> Manuel du FMI et au SEC 95).

(b) Actions cotées détenues en portefeuille et au titre des investissements directs

(c) L'enquête-titres du SEVAM ne collecte pas d'informations sur la détention de bons du Trésor.

(d) La part des non-résidents est calculée comme suit :

- l'enquête-titres du SEVAM rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;

- la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source DESM).

Source : Banque de France

Réalisé le 1<sup>er</sup> octobre 2002  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 31 33



Tableau 32  
Émissions de bons du Trésor

*(en millions d'euros)*

	Émissions par voie d'adjudication					
	Compétitives			Non compétitives		
	BTF	BTAN		BTF	BTAN	
		2 ans	5 ans		2 ans	5 ans
<b>1999</b>						
Octobre	6 320	2 557		136	439	
Novembre	7 134	1 461	610	251		11
Décembre	5 119	782	748	62		
<b>2000</b>						
Janvier	7 935		3 990	269		27
Février	6 430	1 817	1 445	243		388
Mars	6 628	1 567	1 502	313	11	418
Avril	9 521	1 530	1 675	194		
Mai	9 232	1 308	1 785	333	38	465
Juin	7 531	2 603	1 053	489		
Juillet	9 441	1 555	1 890	432		532
Août	8 535	3 099		292		
Septembre	6 804	2 002	1 490	260	4	456
Octobre	7 031		3 624	207		241
Novembre	6 099	1 425	2 383	194		83
Décembre	6 589	1 241	908	356		86
<b>2001</b>						
Janvier	10 202	1 507	1 768	507		18
Février	9 819	1 395	1 888	243		455
Mars	10 093	1 311	1 830	409	25	468
Avril	13 019		3 727	174		35
Mai	6 320	1 533	1 908	459	10	15
Juin	6 406	1 123	2 145	259	22	501
Juillet	9 534	936	2 209	227	7	482
Août	13 830	690	1 793	659		368
Septembre	7 920	3 895		487	81	
Octobre	10 348	2 278	1 117	661	149	318
Novembre	11 733		3 641	734		577
Décembre	7 505	702	1 049	221		
<b>2002</b>						
Janvier	13 058	2 120	3 150	316		
Février	12 443	2 084	1 910	148	20	582
Mars	11 549	1 995	3 005	431		
Avril	16 354			507		
Mai	12 041		5 401	707		45
Juin	15 526	1 998	2 340	1 262		54
Juillet	17 006	1 250	2 585	696		589
Août	13 304			167		
Septembre	16 699	5 001		684	686	
Octobre	12 521	1 630	2 120	444		550

Source : Banque de France

Réalisé le 29 novembre 2002  
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 33  
Titres d'OPCVM  
Encours

(encours en milliards d'euros)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Septembre 2002	Octobre 2002
<b>Sicav</b>	<b>272,4</b>	<b>316,4</b>	<b>328,0</b>	<b>313,0</b>	<b>311,6</b>	<b>278,0</b>	<b>277,6</b>
Monétaires	113,8	125,3	121,4	137,7	131,2	141,3	139,5
Obligations	72,5	63,8	57,3	55,9	54,3	48,9	47,8
Actions	53,8	88,6	105,0	81,3	87,0	57,4	60,2
Diversifiées	31,8	38,2	43,5	37,7	38,7	30,0	29,7
Garanties	0,5	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>FCP</b>	<b>262,1</b>	<b>331,4</b>	<b>414,7</b>	<b>440,9</b>	<b>449,1</b>	<b>464,9</b>	<b>473,4</b>
Monétaires	43,6	51,5	81,3	103,7	102,5	126,5	127,2
Obligations	59,8	57,6	69,6	82,4	80,7	90,8	92,3
Actions	37,5	66,1	76,6	69,9	76,9	60,4	62,5
Diversifiés	90,6	123,2	154,1	149,1	151,8	145,5	147,7
Garantis	30,6	33,0	33,1	35,8	37,2	41,7	43,7
<b>OPCVM</b>	<b>534,5</b>	<b>647,8</b>	<b>742,7</b>	<b>753,9</b>	<b>760,7</b>	<b>742,9</b>	<b>751,0</b>
Monétaires	157,4	176,8	202,7	241,4	233,7	267,8	266,7
Obligations	132,3	121,4	126,9	138,3	135,0	139,7	140,1
Actions	91,3	154,7	181,6	151,2	163,9	117,8	122,7
Diversifiés	122,4	161,4	197,6	186,8	190,5	175,5	177,4
Garantis	31,1	33,5	33,9	36,2	37,6	42,1	44,1

NB : À l'inverse des statistiques de placement établies par la Banque de France, ces statistiques d'émission excluent les OPCVM nourriciers.  
Par OPCVM nourricier, on entend ceux dont l'actif est investi en totalité et en permanence en titres d'un seul OPCVM dit « maître ».

Source : Commission des opérations de bourse

Réalisé le 27 novembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

## Rendement annuel des Sicav (a)

(en %)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Octobre 2001	Décembre 2001	Septembre 2002	Octobre 2002
Sicav monétaires	3,1	2,6	3,9	4,5	4,3	3,3	3,2
Sicav obligataires	8,5	- 1,4	4,9	8,3	4,9	5,6	3,3
Sicav actions	20,9	47,9	- 3,4	- 31,3	- 19,2	- 25,0	- 23,7
Sicav diversifiées	16,4	25,9	- 0,3	- 12,4	- 6,6	- 10,0	- 10,8
Sicav garanties	14,6	8,3	4,3	nd	nd	nd	nd

nd : non disponible

(a) À partir de mars 2001, données y compris FCP

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 27 novembre 2002  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 34

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros**

Ensemble des systèmes

*Capitaux échangés*

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)</i>						
	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>Target</b>	<b>925</b>	<b>1 033</b>	<b>1 299</b>	<b>1 398</b>	<b>1 503</b>	<b>1 559</b>	<b>85,8</b>
Transfrontière	360	432	506	431	469	474	26,0
Domestique	565	601	793	967	1 034	1 086	59,7
<b>Systèmes nets</b>	<b>418</b>	<b>445</b>	<b>456</b>	<b>248</b>	<b>266</b>	<b>259</b>	<b>14,2</b>
PNS	93	86	88	69	73	77	4,2
EAF	151	163	162	—	—	—	—
SEPI	4	2	1	1	1	1	0,1
POPS	nd	nd	nd	2	2	1	0,1
Euro 1 (ABE)	171	195	205	176	191	180	9,9
<b>Total</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 646</b>	<b>1 769</b>	<b>1 818</b>	<b>100,0</b>

nd : non disponible

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.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä

Euro 1 (ABE) : Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

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

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

*Nombre d'opérations*

	<i>(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)</i>						
	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>Target</b>	<b>163 157</b>	<b>188 157</b>	<b>211 282</b>	<b>231 198</b>	<b>250 460</b>	<b>251 269</b>	<b>58,4</b>
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	49 686	54 622	54 379	12,6
Domestique	134 380	148 279	166 009	181 512	195 838	196 890	45,8
<b>Systèmes nets</b>	<b>139 159</b>	<b>173 704</b>	<b>200 604</b>	<b>157 222</b>	<b>174 174</b>	<b>178 719</b>	<b>41,1</b>
PNS	20 066	21 759	31 512	25 074	28 816	29 695	6,9
EAF	46 706	51 041	50 991	—	—	—	—
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 182	6 811	7 066	1,6
POPS	nd	nd	nd	2 385	2 241	2 068	0,5
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	123 580	136 306	139 891	32,5
<b>Total</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>388 420</b>	<b>424 634</b>	<b>429 988</b>	<b>99,5</b>

nd : non disponible

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.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä

Euro 1 (ABE) : Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

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

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 34 (suite)

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)**

France

*Capitaux échangés*

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)</i>						
	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>Target</b>	<b>256</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>328</b>	<b>361</b>	<b>362</b>	<b>83,3</b>
Transfrontière (en émission)	55	60	75	60	67	65	15,5
<i>(Transfrontière en réception)</i>	<i>(58)</i>	<i>(62)</i>	<i>(75)</i>	<i>(60)</i>	<i>(67)</i>	<i>(69)</i>	<i>15,5</i>
Domestique (TBF)	200	207	270	268	294	297	67,8
<b>PNS</b>	<b>93</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>69</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>16,7</b>
<b>Total</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>397</b>	<b>433</b>	<b>439</b>	<b>100,0</b>

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

PNS : Paris Net Settlement

TBF : Transferts Banque de France

Source : Banque de France

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

*Nombre d'opérations*

	<i>(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)</i>						
	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>Target</b>	<b>8 146</b>	<b>11 903</b>	<b>14 966</b>	<b>13 370</b>	<b>15 016</b>	<b>14 637</b>	<b>33</b>
Transfrontière (en émission)	3 395	4 515	5 309	5 865	6 653	6 122	14
<i>(Transfrontière en réception)</i>	<i>(3 636)</i>	<i>(5 504)</i>	<i>(5 907)</i>	<i>(5 994)</i>	<i>(6 804)</i>	<i>(6 885)</i>	<i>16</i>
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	7 506	8 363	8 515	19
<b>PNS</b>	<b>20 066</b>	<b>21 629</b>	<b>31 512</b>	<b>25 074</b>	<b>28 816</b>	<b>29 695</b>	<b>67</b>
<b>Total</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>38 444</b>	<b>43 832</b>	<b>44 331</b>	<b>100</b>

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

PNS : Paris Net Settlement

TBF : Transferts Banque de France

Source : Banque de France

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

*Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière*

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)</i>						
	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	11,2	11,2	46,8
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	7,5	7,0	7,1	29,7
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	1,9	2,1	2,5	10,5
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,0	2,8	3,1	13,1
<b>Total</b>	<b>31,9</b>	<b>31,9</b>	<b>27,3</b>	<b>23,1</b>	<b>23,1</b>	<b>23,9</b>	<b>100,0</b>

Source : Banque de France

PGI : prêt garanti intrajournalier

TRICP : traitement informatisé des créances privées

CCBM : modèle de banque centrale correspondante

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 34 (fin)

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)**

Comparaisons internationales

*Capitaux échangés**(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)*

	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>France</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>397</b>	<b>433</b>	<b>439</b>	<b>24</b>
Target transfrontière	55	60	75	60	67	65	4
Target domestique (TBF)	200	207	270	268	294	297	16
PNS	93	86	88	69	73	77	4
<b>Allemagne</b>	<b>261</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	<b>461</b>	<b>477</b>	<b>486</b>	<b>27</b>
Target transfrontière	95	111	131	118	126	127	7
Target domestique	16	94	164	343	351	360	20
(ELS puis RTGS+)							
EAF	151	163	162	-	-	-	-
<b>Espagne</b>	<b>122</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>227</b>	<b>270</b>	<b>15</b>
Target transfrontière	14	16	20	16	17	19	1
Target domestique (SLBE)	105	118	188	190	209	250	14
SEPI	4	2	1	1	1	1	0
<b>Italie</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>5</b>
Target transfrontière	27	37	39	30	33	33	2
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	56	62	61	3
<b>Royaume-Uni</b>	<b>77</b>	<b>95</b>	<b>118</b>	<b>98</b>	<b>109</b>	<b>105</b>	<b>6</b>
Target transfrontière	59	75	91	76	83	79	4
Target domestique (Chaps Euro)	18	20	27	23	26	25	1
<b>Autres</b>	<b>438</b>	<b>416</b>	<b>432</b>	<b>397</b>	<b>427</b>	<b>425</b>	<b>23</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 646</b>	<b>1 769</b>	<b>1 818</b>	<b>100</b>

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

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

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

*Nombre d'opérations**(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)*

	1999	2000	2001	2002			
				Août	Septembre	Octobre	Part
<b>France</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>38 444</b>	<b>43 832</b>	<b>44 331</b>	<b>10,3</b>
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	5 865	6 653	6 122	1,4
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	7 506	8 363	8 515	2,0
PNS	20 066	21 629	31 512	25 074	28 816	29 695	6,9
<b>Allemagne</b>	<b>118 931</b>	<b>135 329</b>	<b>158 866</b>	<b>118 848</b>	<b>125 715</b>	<b>123 176</b>	<b>28,6</b>
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	15 801	16 917	16 835	3,9
Target domestique	61 923	69 962	93 160	103 048	108 798	106 341	24,7
(ELS puis RTGS+)							
EAF	46 706	50 933	50 991	-	-	-	-
<b>Espagne</b>	<b>13 043</b>	<b>13 243</b>	<b>15 780</b>	<b>16 366</b>	<b>18 890</b>	<b>20 007</b>	<b>4,7</b>
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 471	1 747	1 884	0,4
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	8 713	10 332	11 057	2,6
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 182	6 811	7 066	1,6
<b>Italie</b>	<b>39 392</b>	<b>40 787</b>	<b>40 208</b>	<b>30 913</b>	<b>35 640</b>	<b>37 611</b>	<b>8,7</b>
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	5 212	6 135	6 326	1,5
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	25 701	29 505	31 285	7,3
<b>Royaume-Uni</b>	<b>5 814</b>	<b>7 851</b>	<b>10 156</b>	<b>13 983</b>	<b>14 823</b>	<b>14 766</b>	<b>3,4</b>
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 405	9 915	10 043	2,3
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 513	2 949	3 653	4 578	4 908	4 723	1,1
<b>Autres</b>	<b>96 923</b>	<b>131 120</b>	<b>140 399</b>	<b>169 865</b>	<b>185 735</b>	<b>190 098</b>	<b>44,2</b>
<b>TOTAL</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>388 420</b>	<b>424 634</b>	<b>429 988</b>	<b>100,0</b>

(a) Le système britannique Chaps Euro a démarré le 4 janvier 1999.

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 6 décembre 2002

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

## Unités de la Banque de France ayant contribué au présent Bulletin

Pour toute information complémentaire sur le contenu de la publication, composer l'indicatif : 01 42 92 suivi des 4 chiffres du n° de poste mentionné.

### Composantes

#### Actualité

##### 1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)

1.2. L'évolution des prix

1.3. La compétitivité

1.4. Le commerce extérieur

1.5. La balance des paiements

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

2.1. La contribution française  
aux évolutions monétaires de la zone euro

2.2. Le financement de l'économie française

2.3. Les placements intermédiés

##### 3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux  
en novembre 2002

3.2. Les marchés de la zone euro

#### Études

##### L'architecture financière internationale

##### Le statut juridique de la monnaie unique

##### Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire

##### Les résultats des établissements de crédit en 2001 et au premier semestre 2002

##### Les évolutions structurelles des marchés de change

##### Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 2001

##### Résumé d'enquête

Les opérations internationales des banques résidentes  
en France au deuxième trimestre 2002

Unités concernées	Postes
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. des Études de marché et des Relations avec la Place – SEMASFI	47 63
Dir. de la Balance des paiements	32 82
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marchés – SAM	41 59
Dir. des Relations internationales et européennes – SERMI	47 43
Dir. des Services juridiques – Service des Études juridiques	34 63
Dir. des Études économiques et de la Recherche	29 04
Dir. de la Surveillance générale du système bancaire – Service des Études bancaires	60 19
Dir. des Opérations de marché – Service de suivi et d'animation des marchés	31 06
Dir. des Entreprises – Obs. des Entreprises	41 19
Dir. de la Balance des paiements – SEMEX	52 17

