

N° 111

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

MARS 2003



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	
<i>Policy mix et globalisation financière</i>	27
Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro : une synthèse des résultats	47
Le livret A : retour sur l'évolution d'un produit d'épargne traditionnel	73
Lois de mortalité et durées de vie des équipements dans l'industrie	87
Résumé d'étude	
Opérations internationales des banques résidentes au troisième trimestre 2002	103
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	105
Statistiques	107

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

Achevé de rédiger le 24 mars 2003

Site Internet : www.banque-france.fr

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Le PIB a progressé de 0,2 % au quatrième trimestre

Selon les premiers résultats des comptes nationaux trimestriels (aux prix de 1995, en données cvs-cjo), la croissance du PIB au quatrième trimestre 2002 a été de 0,2 %, après 0,3 % au troisième.

Sur le trimestre, le comportement des entreprises a pesé sur la croissance, en raison d'une accentuation du mouvement de contraction des stocks et d'une baisse de l'investissement.

Le comportement de consommation des ménages est apparu un peu moins soutenu, avec, en particulier, une nette diminution des dépenses en énergie (- 3,8 %), due aux températures anormalement élevées observées en décembre.

En glissement annuel, le PIB a progressé de 1,7 %, contre 1,2 % le trimestre précédent et 0,4 % un an auparavant. En moyenne sur l'année, il a augmenté de 1,2 %, contre 1,8 % en 2001.

À la fin de 2002, l'acquis de croissance pour 2003 s'élevait à 0,4 %, contre - 0,1 % au quatrième trimestre 2001 pour l'année 2002.

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,2 % au cours du quatrième trimestre, contre 0,4 % le trimestre précédent. Il est en hausse de 1,3 % en glissement annuel, par rapport à un quatrième trimestre 2001 en retrait (après 0,9 % au troisième trimestre).

Après s'être redressée en janvier, l'activité industrielle ne progresserait que plus modérément au cours des prochains mois.

En janvier 2003, selon l'INSEE, la production industrielle s'est accrue de 1,5 %, après s'être contractée de 1,7 % le mois précédent.

Ce rebond est dû, en large partie, à la forte hausse de la production d'énergie (6,8 %, après - 1,5 %), liée aux températures particulièrement basses enregistrées au début du mois de janvier. Cette progression de la production en énergie a contribué à hauteur de un point à la hausse mensuelle de l'indice de la production industrielle.

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

(Données en euros constants – cvs-cjo – base 1995)

(variations trimestrielles en %)

	2001					2002				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Année
Produit intérieur brut	0,4	- 0,1	0,3	- 0,3	1,8	0,7	0,4	0,3	0,2	1,2
Importations	- 2,1	- 2,0	- 0,7	- 2,9	0,9	3,0	1,5	0,6	- 0,4	1,2
Dépenses de consommation des ménages	1,1	0,4	0,9	0,2	2,7	0,3	0,4	0,6	0,4	1,8
Dépenses de consommation des APU	0,2	0,5	1,1	0,4	2,4	1,2	1,0	0,5	1,1	3,5
FBCF totale	0,6	- 0,6	0,4	- 0,5	2,6	0,3	- 0,1	- 0,7	- 0,7	- 0,6
<i>dont FBCF des SQS et EI</i>	<i>0,4</i>	<i>- 0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>- 0,9</i>	<i>3,3</i>	<i>0,3</i>	<i>- 0,7</i>	<i>- 0,8</i>	<i>- 0,8</i>	<i>- 1,3</i>
<i>FBCF des ménages</i>	<i>0,5</i>	<i>- 1,6</i>	<i>0,3</i>	<i>- 0,1</i>	<i>- 0,9</i>	<i>0,0</i>	<i>1,0</i>	<i>- 0,1</i>	<i>- 0,6</i>	<i>0,2</i>
Exportations	- 0,5	- 2,9	- 0,6	- 1,8	1,5	1,9	1,8	1,6	- 0,3	1,5
Stocks en milliards d'euros 95	0,71	0,83	- 1,00	- 3,28	- 2,75	- 1,83	- 2,21	- 3,40	- 3,81	- 11,24
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	0,5	- 0,3	0,0	0,3	0,2	- 0,2	0,1	0,3	0,0	0,1
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,2	0,8	0,1	2,5	0,5	0,4	0,3	0,3	1,6
Variation de stocks	- 0,8	0,0	- 0,5	- 0,7	- 1,0	0,4	- 0,1	- 0,3	- 0,1	- 0,6

Source : INSEE (comptes trimestriels)

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

La progression de l'activité s'est, en général, affaiblie à la fin de l'année 2002. Aux États-Unis, le taux de croissance du PIB pour le quatrième trimestre s'est établi à 0,4 %, soit 1,4 % en rythme annualisé, contre, respectivement, 1,0 % et 4,0 % au troisième trimestre. La productivité horaire du secteur privé non agricole, après une hausse de 5,5 % au troisième trimestre 2002, a diminué de 0,2 % au quatrième trimestre (valeurs annualisées). En janvier, la production industrielle s'est accrue de 0,7 %, après une baisse de 0,4 % en décembre. L'indice ISM du secteur manufacturier a baissé à 50,5 en février, contre 53,9 en janvier, se rapprochant du seuil de 50 en deçà duquel l'activité est supposée ralentir. L'indice ISM du secteur non manufacturier est revenu à 53,9 en février, contre 54,5 en janvier. Au Japon, le PIB a augmenté de 0,5 % au quatrième trimestre de 2002, après une hausse de 0,7 % au trimestre précédent. Dans la zone euro, la croissance du PIB au quatrième trimestre de 2002 s'est établie à 0,2 %, après + 0,4 % au troisième trimestre. La Commission européenne a estimé que le taux de croissance du PIB au premier trimestre de 2003 se situerait entre - 0,1 % et + 0,3 %. L'indice PMI manufacturier a légèrement progressé en février, à 50,1, contre 49,3 en janvier, de même que celui des services. Au Royaume-Uni, le taux de croissance du PIB pour le quatrième trimestre de 2002 s'est établi à 0,4 %, après 0,9 % au trimestre précédent. Dans les dix pays accédant à l'Union européenne en 2004, le taux de croissance du PIB s'est établi à 2,1 % en 2002, après 2,4 % en 2001.

Parmi les facteurs de la croissance, la consommation privée a été moins vigoureuse. Les dépenses de consommation des ménages américains ont diminué de 0,3 % en janvier (en volume), malgré une hausse de 0,2 % du revenu disponible réel des ménages. Le taux d'épargne des ménages s'est élevé à 4,3 % en janvier, après 3,9 % en décembre. Le taux de chômage est remonté à 5,8 % en février, après 5,7 % en janvier, et le nombre d'emplois civils non agricoles a diminué de 308 000 personnes en février. Au Japon, les dépenses de consommation des ménages ont baissé de 1,5 % sur un an en janvier, après - 0,8 % le mois précédent. Le taux de chômage s'est établi à 5,5 % en janvier, niveau jamais atteint depuis 1945. Dans la zone euro, la baisse des ventes du commerce de détail (en volume) s'est accentuée en fin d'année 2002, à 1,9 % fin décembre en glissement annuel. Le taux de chômage a augmenté légèrement, de 8,5 % en décembre à 8,6 % en janvier. Au Royaume-Uni, la croissance en un an des ventes du commerce de détail (en volume) s'est infléchie, revenant à 4,2 % en janvier, contre 6,0 % en décembre.

Les tensions inflationnistes sont, dans l'ensemble, restées maîtrisées. La croissance des prix de détail s'est légèrement accélérée aux États-Unis, passant de 2,4 % en décembre à 2,6 % en janvier en glissement annuel. Au Japon, la baisse de l'indice des prix à la consommation s'est poursuivie au début de 2003 : - 0,3 % en janvier et - 0,2 % en février (en glissement annuel). Dans la zone euro, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé s'est élevé à + 2,4 % en février, après + 2,2 % en janvier. Considérant que les perspectives de stabilité des prix à moyen terme se sont améliorées au cours des derniers mois, en raison notamment de l'atonie de la croissance économique et de l'appréciation du taux de change de l'euro, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé d'abaisser ses taux de 25 points de base, ramenant le taux minimal de soumission appliqué aux opérations principales de refinancement à 2,5 %. Au Royaume-Uni, le glissement annuel de l'indice RPIX s'est élevé à + 2,7 % en janvier, au même niveau qu'en décembre. Enfin, s'agissant des pays accédant à l'Union européenne en 2004, on note que les prix à la consommation ont baissé de 0,4 % en République tchèque en janvier (en glissement annuel), alors qu'ils ont progressé de 4,7 % en Hongrie et de 7,3 % en Slovaquie (en glissement annuel).

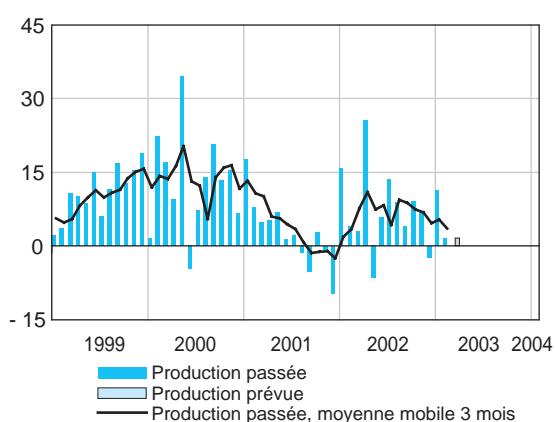
Au plan des échanges extérieurs, les déséquilibres se sont, dans l'ensemble, accentués. L'excédent commercial japonais est tombé à 105 milliards de yens en janvier (812 milliards d'euros), soit une baisse de 42,8 % sur un an. Aux États-Unis, le déficit commercial s'est creusé en décembre et s'est élevé, au total sur l'année 2002, à 435,2 milliards de dollars, contre 358,3 milliards en 2001. Par contraste, l'amélioration de la balance commerciale de la zone euro s'est poursuivie, avec un excédent de 102,3 milliards d'euros en 2002, contre 49,5 milliards en 2001, ce qui a largement contribué à dégager un excédent pour la balance des paiements courants en 2002, estimé à 62 milliards d'euros, contre un déficit de 13,8 milliards en 2001.

La production manufacturière, quant à elle, a progressé de 0,6 %, après -1,8 % en décembre. Elle s'est améliorée dans tous les secteurs, à l'exception des biens intermédiaires (-0,3 %). Le rebond a été particulièrement sensible dans les biens de consommation (2,3 %, après -4,2 %) et dans l'industrie automobile (1,8 %, après -2,5 %).

En février, en revanche, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a peu varié dans l'ensemble. Des améliorations ont été enregistrées dans les biens de consommation et, dans une moindre mesure, les industries agro-alimentaires. Toutefois, la contraction observée dans l'industrie automobile a pesé sur le volume global de la production, tandis que l'activité restait quasiment stable dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires.

La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

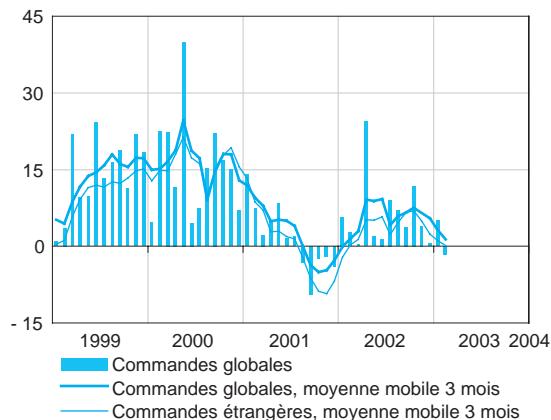


Le courant des commandes nouvelles s'est affaibli dans tous les secteurs, sauf dans les biens de consommation, où il est soutenu par la demande intérieure.

Les carnets de commandes se sont réduits, hormis dans les industries agro-alimentaires.

Les commandes dans l'industrie

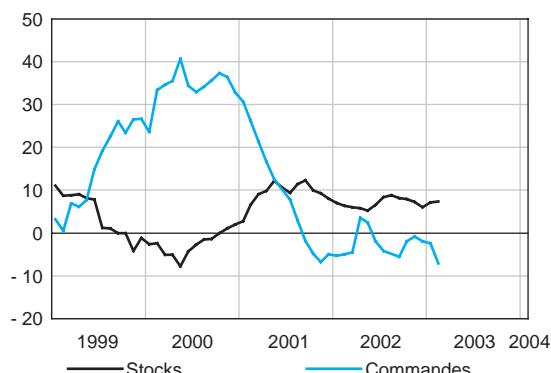
(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis apparaissent toujours un peu supérieurs au niveau désiré.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Au cours des prochains mois, la production industrielle resterait globalement étale. Les perspectives de production des chefs d'entreprise, affectées par les incertitudes internationales, apparaissent toutefois encore assez bien orientées dans les biens de consommation et les industries agro-alimentaires.

Dans les services marchands, l'activité s'est stabilisée, tandis que les perspectives restent incertaines dans le secteur du bâtiment et des travaux publics

Selon l'enquête de la Banque de France, l'activité des services marchands (appréciée en données brutes) s'est stabilisée en février et se situe en repli sur un an.

D'après les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois mois de novembre et décembre 2002 et janvier 2003 a baissé de 4,5 % en données brutes par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés au cours de cette même période s'inscrit en légère hausse (2,0 % en données brutes). L'évolution des locaux non résidentiels mis en chantier apparaît toujours peu favorable (- 14,0 % par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente), en particulier pour les bâtiments industriels (- 20,5 %) et les bureaux (- 32,3 %).

Le comportement de consommation des ménages apparaît moins bien orienté

Les achats des ménages en produits manufacturés se sont repliés de 0,2 % en janvier, après une hausse de 1,8 % le mois précédent (chiffre révisé de + 0,2 point).

Cette baisse mensuelle est essentiellement due à la diminution de 4,7 % des achats d'automobiles (contribution de - 0,8 point à la variation mensuelle de la consommation en produits manufacturés), accentuée par un repli de 0,7 % des achats d'autres produits manufacturés. Ces mouvements ont été atténués par la très bonne tenue des acquisitions de biens durables hors automobile (+ 3,0 %) et de textile-cuir (+ 1,3 %).

Sur un an, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont progressé de 2,5 % et l'acquis de croissance pour le premier trimestre a atteint 0,3 %.

Par ailleurs, selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages (cvs) s'est replié, en février, de 4 points, à - 26 (après - 5 points le mois précédent) et se situe à son plus bas niveau depuis mai 1997. Cette baisse peut être reliée à une détérioration des anticipations des ménages sur leur niveau de vie futur (qui passe de - 30 à - 41) et à la baisse des opinions

concernant l'opportunité de faire des achats importants (de - 10 à - 17). En outre, les perspectives d'évolution du chômage ont fortement augmenté, à 81, contre 64 le mois précédent, soit le plus haut niveau depuis octobre 1993.

Toutefois, selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, l'activité commerciale a progressé en janvier et en février, mais de manière nettement plus soutenue en janvier.

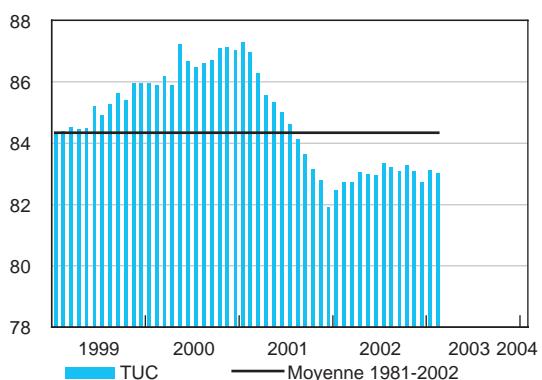
En données corrigées du nombre de jours ouvrables et des variations saisonnières, les ventes se sont accrues, en volume, de 4,2 % par rapport au bimestre précédent. Comparée à janvier-février 2002, qui comportait le même nombre de jours ouvrables et de samedis, l'activité commerciale s'est accrue de 3,4 %.

L'investissement ne devrait pas enregistrer de reprise à court terme

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, le taux d'utilisation des capacités de production s'est très légèrement réduit en février 2003 par rapport au mois précédent.

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

(en %, cvs)



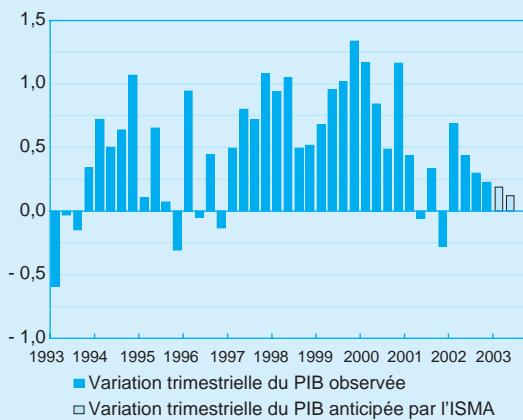
Parallèlement, le taux de chômage est resté inchangé en janvier, à 9,1 % de la population active (+ 0,3 point sur un an). Dans la zone euro, il s'est établi, au cours de ce même mois, à 8,6 % de la population active (+ 0,5 point sur un an).

Évolution 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 0,2 % au premier trimestre 2003 (estimation revue de -0,1 point) et à 0,1 % au deuxième (première estimation).

Sous cette hypothèse, l'acquis de croissance pour l'année 2003 atteindrait 0,7 % à la fin du premier semestre.

Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires a atteint 96 en février, soit une baisse de deux points sur le mois et une stabilité sur un an.

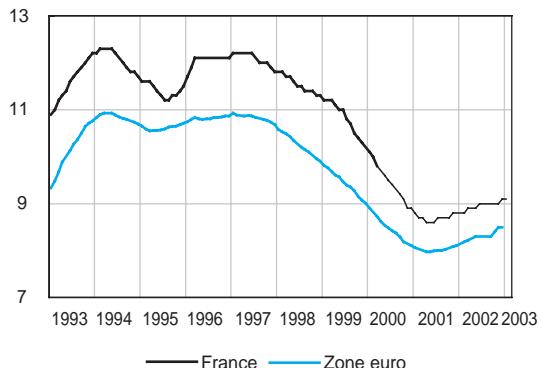
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : DARES, Eurostat

1.2. L'évolution des prix

La hausse des cours du pétrole s'est poursuivie en février

En février, le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a enregistré une hausse de 5,1 % sur le mois, cotant 32,77 dollars en moyenne (+ 62,1 % sur un an).

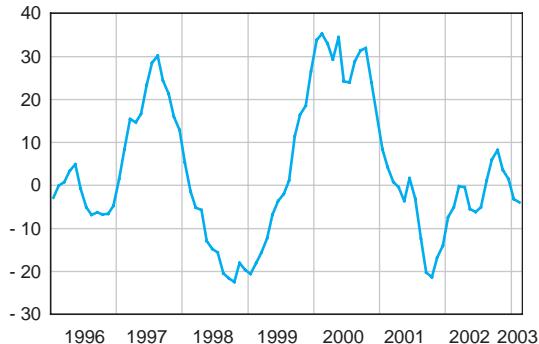
Cette forte progression a été, pour partie, compensée par l'appréciation de l'euro face au dollar.

Exprimé en euros, l'indice Banque de France du pétrole n'a augmenté que de 3,6 % sur le mois.

Ce rencherissement a cependant entraîné une croissance de 2,6 %, en euros, de l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris énergie (+ 13,7 % sur un an). Hors pétrole, le coût des matières premières importées a augmenté de 1,5 % en février (- 4,0 % sur un an).

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

(en glissement annuel, en %)



La progression des prix de l'énergie a également provoqué une hausse des prix de vente industriels

En janvier, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie ont augmenté de 0,6 %, après + 0,5 % en décembre.

Sur un an, les prix affichent une hausse de 2,1 % (après + 1,7 % le mois précédent).

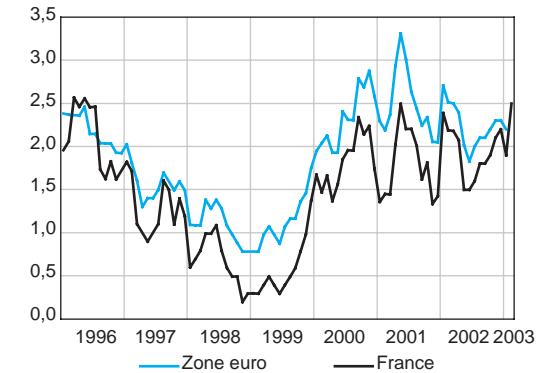
Les prix de vente de l'industrie, hors énergie et industries agro-alimentaires, ont progressé de 0,3 % en janvier, après une stabilisation en décembre, affichant une variation de + 0,6 % sur un an.

L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé est en hausse de 0,7 % en février

En février, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la France a progressé de 0,7 %. Sur un an, il s'est accru de 2,5 %, contre 1,9 % le mois précédent et 2,2 % un an auparavant.

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE, Eurostat

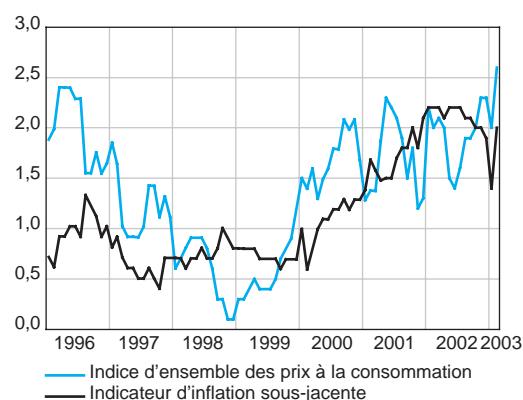
L'indice national des prix de détail (IPCN) a enregistré une hausse de 0,7 % en février, après + 0,2 % le mois précédent et contre + 0,1 % en février 2002, et une progression de 2,6 % en glissement annuel, contre 2,0 % le mois précédent.

La progression mensuelle de l'indice d'ensemble provient, essentiellement, d'une vive hausse des prix de l'habillement-chaussure et des autres produits manufacturés, consécutive à un raccourcissement de la période des soldes, aux tensions sur les produits frais, et au net renchérissement des produits pétroliers. S'y ajoutent, dans une moindre mesure, une hausse saisonnière des prix des autres services et une augmentation du prix du tabac.

L'indicateur d'inflation sous-jacente (cvs) de l'INSEE s'est accru de 0,5 % sur le mois, après + 0,1 % en janvier (+ 2,0 % en glissement annuel, contre + 2,2 % en février 2002).

Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

Dans l'ensemble de la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'indice des prix à la consommation harmonisé atteindrait ainsi 2,3 % en glissement annuel en février, contre 2,2 % en janvier.

1.3. La compétitivité

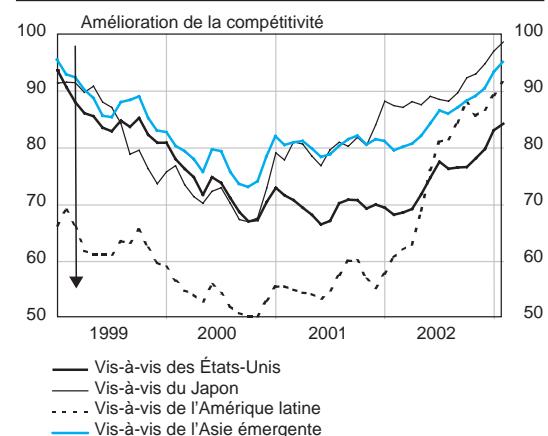
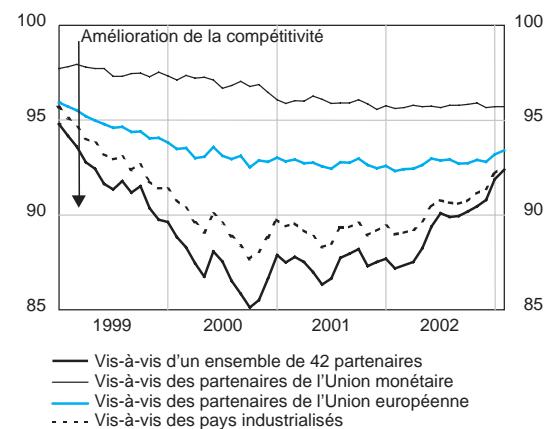
Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires¹ s'est établi à 92,4 en février, contre 91,9 le mois précédent, par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



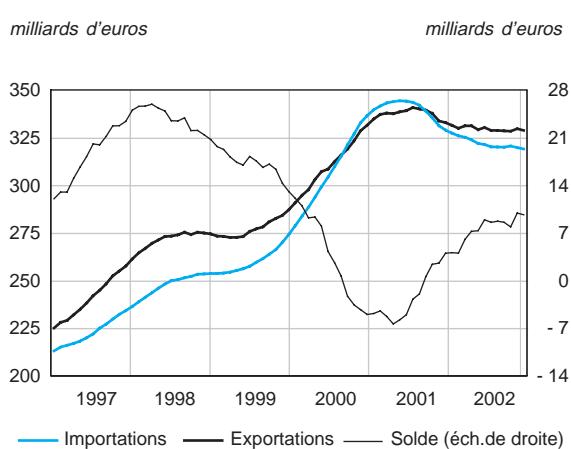
Sources : BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg
Calculs : Banque de France

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

1.4. Le commerce extérieur en janvier 2003

L'excédent commercial a atteint 0,6 milliard d'euros en données cvs (déficit de 0,5 milliard en données brutes), au lieu de 1,4 milliard en décembre 2002. Alors que les exportations ont continué de flétrir (− 1,7 %), les importations se sont légèrement redressées (1,2 %), après leur chute de décembre (− 4,2 % après révision). Sur l'ensemble de l'année 2002, et compte tenu des révisions, l'excédent, précédemment évalué à 10 milliards d'euros, a été ramené à 9,4 milliards.

Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

La baisse des exportations a particulièrement affecté les biens d'équipement professionnel (− 14 %), en partie sous l'effet d'une forte diminution des livraisons d'Airbus (11 appareils pour 0,6 milliard d'euros, contre 22 appareils pour 1,6 milliard en décembre). En revanche, les exportations se sont maintenues dans l'industrie automobile et redressées dans la plupart des autres secteurs.

S'agissant des importations, la baisse des achats de biens principalement destinés aux ménages (− 7,4 % pour les produits de l'industrie automobile, − 1,4 % dans le secteur des biens de consommation et − 4,4 % pour les produits agro-alimentaires) a été compensée par une hausse des achats de biens principalement destinés aux entreprises (9,7 % pour les biens d'équipement, 2 % dans le secteur des biens intermédiaires) et des approvisionnements énergétiques.

Sur le plan géographique, on observe une nouvelle baisse simultanée des importations et des exportations avec l'Union européenne (respectivement − 1,2 % et − 3,2 %), après celle observée en décembre. Le recul des importations a été prononcé avec l'Espagne et l'Irlande, les exportations ayant décliné vers l'Italie, le Royaume-Uni et l'Irlande. Au total, l'excédent avec l'Union Européenne a été ramené de 0,7 milliard d'euros à 0,4 milliard.

Les importations en provenance des États-Unis ont enregistré une reprise (+ 4,5 %), qui n'a toutefois pas effacé la chute de décembre (− 21,1 %).

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en janvier 2003

L'excédent du *compte de transactions courantes* a atteint 4,5 milliards d'euros en données brutes, mais seulement 0,5 milliard en données cvs, en retrait par rapport aux mois précédents.

En données cvs, l'excédent des échanges de biens a décliné, à 0,3 milliard d'euros, contre 1,6 milliard en décembre.

Les recettes de voyages, en données cvs, ont retrouvé le niveau des derniers mois, après la baisse enregistrée en décembre, alors que les dépenses des résidents à l'étranger se sont stabilisées.

L'excédent des revenus, en données cvs, s'est en revanche fortement contracté, du fait d'une vive progression des revenus d'investissement payés aux non-résidents, en particulier sur titres publics.

Enfin, comme il est habituel au mois de janvier, les transferts courants, en données brutes, ont été largement excédentaires, à la suite du versement des aides agricoles par les institutions de l'Union européenne dans le cadre de la nouvelle campagne.

Le *compte financier* a enregistré des sorties nettes de capitaux à hauteur de 11,6 milliards d'euros.

Les *investissements directs* français à l'étranger ont tout juste dépassé un milliard d'euros, les opérations d'acquisition ou de prise de participation au capital de sociétés étrangères enregistrées au cours du mois ayant été plus que compensées par une importante opération de désinvestissement. Les investissements directs étrangers en France se sont élevés à 2,2 milliards d'euros, soutenus, d'une part, par des

prêts entre affiliés et, d'autre part, par des investissements immobiliers toujours très dynamiques.

Les *investissements de portefeuille* se sont soldés par des sorties de 6,5 milliards d'euros. Les résidents, qui avaient effectué des ventes massives en décembre, sont revenus à hauteur de 20,6 milliards d'euros sur les titres étrangers. Alors que les institutions financières monétaires — IFM — ont acquis des instruments du marché monétaire, les résidents du secteur privé non bancaire ont privilégié les valeurs

obligataires, les uns et les autres s'étant placés presque uniquement sur des titres en euros. De leur côté, les non-résidents ont acheté des valeurs françaises pour 14,2 milliards d'euros, dont 13,8 milliards sous forme obligataire, dans un contexte d'émissions abondantes, tant de titres privés que de titres publics.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) ont donné lieu à des sorties nettes de 7,7 milliards d'euros, les IFM résidentes ayant réduit de 5,1 milliards leurs engagements nets des vis-à-vis de l'étranger.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

	(données brutes en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Oct. 2002 (b)	Nov. 2002 (b)	Déc. 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Compte de transactions courantes	23 741	29 882	- 521	3 532	4 057	4 454	4 602	4 454
Biens	3 784	12 428	1 602	218	1 581	- 752	- 25	- 752
Services	19 926	20 454	1 321	1 481	1 653	1 245	904	1 245
Total « Biens et services »	23 710	32 882	2 923	1 699	3 234	493	879	493
<i>Recettes</i>	414 193	414 256	37 578	33 551	34 134	32 466	31 914	32 466
<i>Dépenses</i>	390 483	381 374	34 655	31 852	30 900	31 973	31 035	31 973
Revenus	16 587	12 038	- 1 658	3 254	2 631	672	238	672
Transferts courants	- 16 556	- 15 038	- 1 786	- 1 421	- 1 808	3 289	3 485	3 289
Compte de capital	- 330	- 152	- 82	- 9	- 3	- 131	- 16	- 131
Compte financier	- 27 495	- 44 608	9 006	- 4 216	- 14 542	- 11 575	- 11 589	- 11 575
Investissements directs	- 33 740	- 17 956	- 2 832	- 19	- 1 984	1 103	- 2 659	1 103
<i>Français à l'étranger</i>	- 92 546	- 67 808	- 6 297	- 5 891	- 4 808	- 1 083	- 5 433	- 1 083
<i>Étrangers en France</i>	58 806	49 852	3 465	5 872	2 824	2 186	2 774	2 186
Investissements de portefeuille	20 989	- 20 463	8 518	- 8 585	17 977	- 6 452	- 16 066	- 6 452
<i>Avoirs</i>	- 93 017	- 85 233	- 4 353	- 9 767	8 148	- 20 633	- 23 306	- 20 633
<i>Engagements</i>	114 006	64 770	12 871	1 182	9 829	14 181	7 240	14 181
Autres investissements	2 784	3 039	1 509	- 795	374	693	- 496	693
<i>Avoirs</i>	- 23 291	- 13 429	668	5 468	- 31 747	- 7 700	6 663	- 7 700
<i>Engagements</i>	- 61 494	- 35 747	- 36 426	- 20 448	- 270	- 17 958	15 288	- 17 958
Produits financiers dérivés	38 203	22 318	37 094	25 916	- 31 477	10 258	- 8 625	10 258
Avoirs de réserve	5 763	4 201	1 143	- 285	838	781	969	781
Erreurs et omissions nettes	4 084	14 878	- 8 403	693	10 488	7 252	7 003	7 252

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

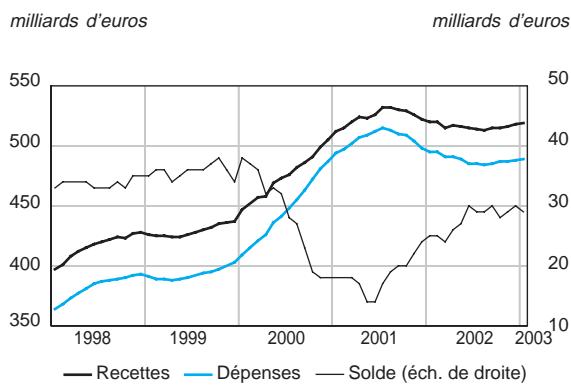
(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

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

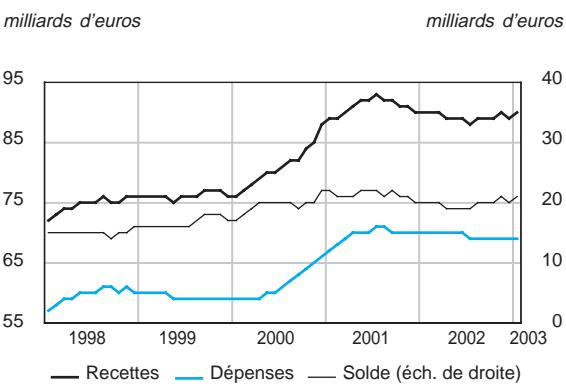
Transactions courantes

Douze mois glissants



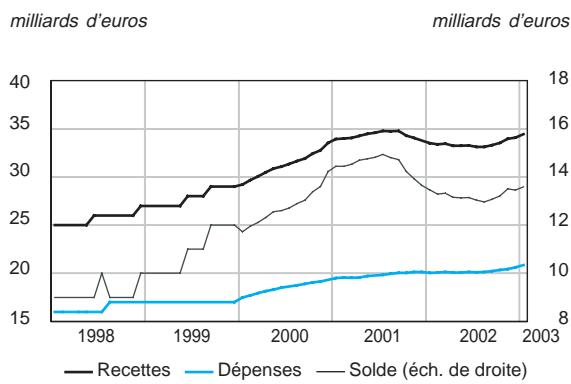
Services

Douze mois glissants (cvs)



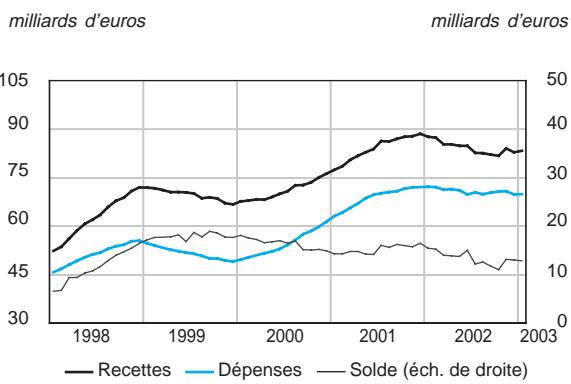
Voyages

Douze mois glissants (cvs)



Revenus des investissements

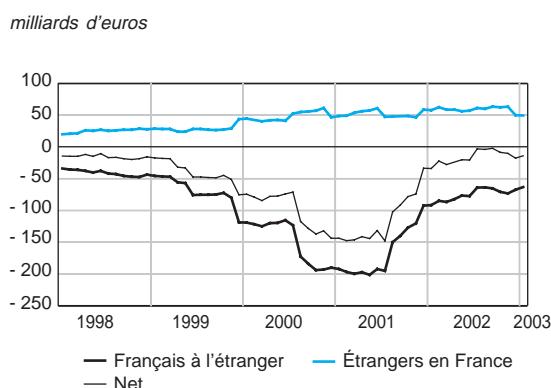
Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs

(en signe de balance)

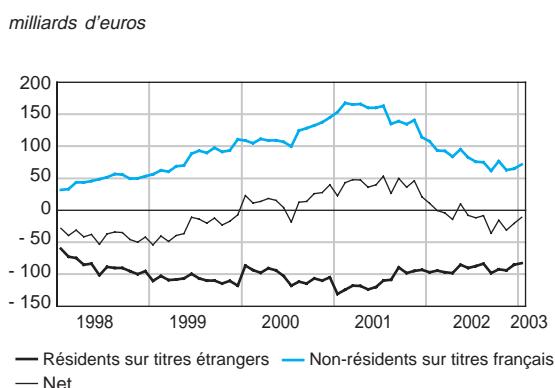
Soldes cumulés sur douze mois



Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



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 renforcée en janvier par rapport à décembre : 7,4 % après 6,8 %¹. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels a également augmenté, à 7,1 % pour la période allant de novembre 2002 à janvier 2003, contre 6,9 % pour la période allant d'octobre à décembre 2002.

La progression annuelle de la circulation fiduciaire s'est réduite en janvier (34,6 %, après 42,7 % à fin décembre), traduisant l'atténuation du mouvement de reconstitution des encaisses monétaires engagé à la suite de l'introduction de l'euro fiduciaire en janvier 2002. En contrepartie, la progression des dépôts à vue s'est accentuée (6,6 %, après 5,8 %). Au total, la croissance de l'ensemble des moyens de paiement s'est maintenue à 9,8 % en janvier.

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		
		(a)	Janvier 2003	Décembre 2002
ZONE EURO (b) :				Janvier 2003
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	316,7	42,7	34,6	
+ Dépôts à vue	2 053,7	5,8	6,6	
= M1	2 370,5	9,8	9,8	
+ autres dépôts monétaires	2 536,2	3,5	4,0	
= M2	4 906,7	6,5	6,7	
+ Instruments négociables	903,2	8,5	11,0	
= M3	5 809,9	6,8	7,4	
Crédits au secteur privé (données cvs)	6 817,7	4,7	5,0	
Créances sur le secteur privé (données brutes)	7 763,2	4,7	4,8	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	357,4	1,1	0,8	17,4
Comptes sur livrets	329,8	8,5	9,3	22,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	57,9	- 3,4	- 4,0	5,4
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	321,3	4,9	3,6	51,9
Crédits au secteur privé (c)	1 130,4	3,9	3,2	16,6
Endettement intérieur total (d)	2 550,9	4,6	4,4	
données : Administrations publiques	915,1	7,6	7,6	
Sociétés non financières	1 081,2	1,2	1,0	
Ménages	554,6	6,8	6,1	

(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

Au sein des contreparties de M3 (en données non cvs), la croissance annuelle des concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé s'est légèrement raffermie, passant de 4,7 % en décembre à 4,8 % en janvier, en raison de l'accélération des crédits (5,0 %, après 4,7 %), tandis que les actions et autres participations ont progressé moins rapidement (0,4 %, après 2,1 %), les titres autres qu'actions évoluant quant à eux sensiblement au même rythme (9,1 %, après 9,2 %). La contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de M3 s'est renforcée (3,6 points de croissance de M3, après 3,0 points).

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données brutes

	(en points)	
	Décembre 2002	Janvier 2003
Créances nettes sur l'extérieur	3,0	3,6
Concours au secteur privé	6,5	6,7
Concours aux administrations publiques	0,6	0,7
Ressources non monétaires	- 3,0	- 3,3
Divers	- 0,4	- 0,4
Total	6,8	7,3

Source : BCE

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

- le ralentissement de la progression des dépôts à vue s'est poursuivi : 0,8 % en un an, après 1,1 % en décembre ;
- la croissance des livrets s'est renforcée : 9,3 %, après 8,5 % en décembre ;
- la contraction des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est amplifiée : - 4,0 %, après - 3,4 % en décembre ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire détenus par les résidents s'est ralenti : 3,6 %, après 4,9 % en décembre.

La croissance des crédits au secteur privé français a faibli, s'établissant à 3,2 % en un an en janvier, après 3,9 % en décembre.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

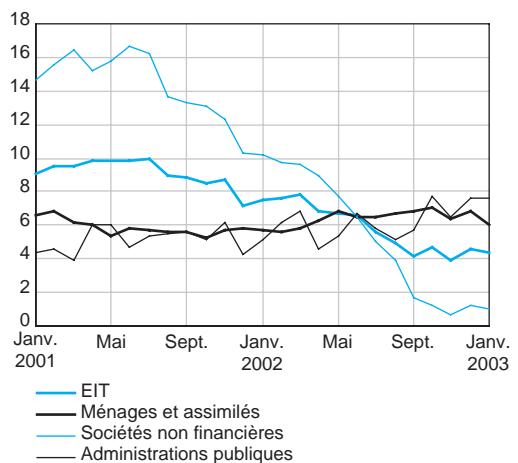
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a diminué en janvier. Le rythme d'endettement des administrations publiques n'a pas varié. En revanche, celui des ménages et, dans une moindre mesure, celui déjà très bas des sociétés non financières se sont orientés à la baisse.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Endettement intérieur total	7,4	4,6	4,4
Sociétés non financières	10,2	1,2	1,0
Ménages	5,7	6,8	6,3
Administrations publiques	5,1	7,6	7,6

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Endettement intérieur total	7,4	4,6	4,4
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,0	4,1	3,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	15,3	2,3	2,6
Financements de marché	10,5	6,0	6,3
Financements monétaires du Trésor public	0,5	1,1	7,4

Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes a nettement fléchi. À l'inverse, celui des financements monétaires du Trésor public s'est redressé. Les crédits obtenus auprès des non-résidents et les financements de marché ont enregistré une légère progression.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de janvier 2003 s'est élevé à 10,1 milliards d'euros, après 6,5 milliards en décembre. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté près de 3 % de l'ensemble de ces opérations (4,5 % le mois précédent). Les émissions des sociétés non financières ont recueilli 97,3 % 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	Janvier 2003
Sociétés non financières	80,0	86,7	86,8	9,7
Autres agents (a)	1,7	2,1	2,4	0,4
Total émis (b)	81,7	88,8	89,2	10,1
dont : Titres cotés				
<i>Cote officielle et second marché</i>	7,5	11,3	10,3	0,3
<i>Appel public à l'épargne (c)</i>	3,3	6,2	5,9	0,1

- (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 commission des opérations de bourse

Sources : Euronext, Banque de France

2.2.1. L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

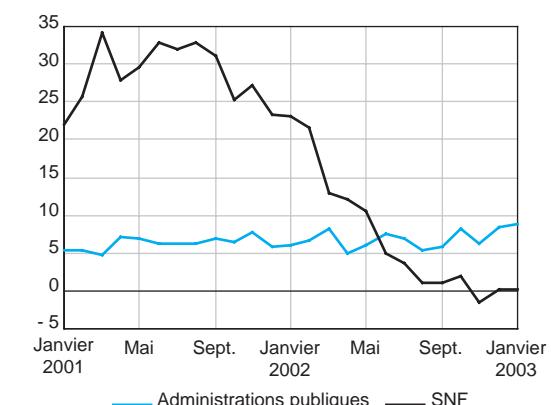
Le taux de croissance de l'endettement sur les marchés des agents non financiers résidents a continué de se redresser, sous l'effet de l'augmentation des émissions des administrations publiques.

Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Janvier 2001	Déc. 2002	Janvier 2003
Endettement sur les marchés	10,5	6,0	6,3
Administrations publiques	5,9	8,4	8,8
≤ 1 an	15,0	68,1	62,5
> 1 an	5,2	3,5	4,2
Sociétés non financières	23,1	0,3	0,1
≤ 1 an	- 1,0	- 24,9	- 21,7
> 1 an	30,8	6,4	5,5

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 février 2003**Obligations émises à Paris**

	(en milliards d'euros)						
	Année 2001	Année 2002	Émissions nettes 12 mois glissants	Février 2003	Émissions brutes 12 mois glissants	Février 2003	Encours à fin février 2003
Sociétés non financières	- 1,8	2,9	- 1,1	- 1,3	12,1	2,3	128,4
État	23,1	34,6	37,8	7	56,1	7,0	490,7
Administrations publiques (hors État)	3,3	- 3,5	- 3,7	- 0,1	1,6	-	25,3
Établissements de crédit et assimilés	- 12,2	- 7,4	- 5,9	0,8	19,7	3,2	190,4
Assurances	0,1	-	-	-	-	-	2,2
Total	12,5	26,5	27,1	6,3	89,5	12,5	837,0

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de février s'est établi à 12,5 milliards d'euros, soit une hausse de 24 % par rapport au montant réglé au cours du mois précédent. Compte tenu d'un montant de remboursements de 6,2 milliards d'euros, les émissions nettes sur la place de Paris se sont élevées à 6,3 milliards.

Les émissions brutes de l'État ont représenté plus de 56 % du total émis par les résidents sur la place de Paris. En février, France Trésor a levé 2,8 milliards d'euros sur une nouvelle ligne d'OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation de la zone euro, l'OAT-i 2,50 % juillet 2013. Au cours des deux premiers mois de l'année, l'État a réalisé 22,5 % de son programme indicatif d'émissions d'OAT pour 2003, fixé à 62,2 milliards d'euros dont 11,1 milliards sur les lignes d'obligations indexées.

La dette obligataire de l'État représentait à la fin du mois de février 58,6 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions obligataires brutes des établissements de crédit ont atteint 3,2 milliards d'euros en février, en hausse pour le deuxième mois consécutif (respectivement 1,5 et 1,1 milliard d'euros en janvier et décembre) ; dont 86 % ont porté sur des lignes d'obligations foncières. Compte tenu des remboursements, les émissions nettes des établissements de crédit ont été positives au cours du mois sous revue et négatives sur les douze derniers mois (- 5,9 milliards).

Les sociétés non financières ont levé 2,3 milliards d'euros en février dont 87 % par l'entreprise Gaz de France. Suite aux remboursements contractuels à l'échéance de plusieurs obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (Océanes) pour un montant de plus de 3,6 milliards d'euros, les émissions nettes ont été de nouveau négatives (- 1,3 milliard d'euros) en février, ainsi que sur les douze derniers mois.

2.2.2. L'évolution des crédits

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance des crédits accordés aux résidents par les IFM a fortement baissé au mois de janvier.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)

	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Crédits des IFM	5,0	4,2	3,1
Banques	4,9	4,4	3,1
CDC et CNE	- 0,1	3,1	1,8
Établissements spécialisés	8,0	3,2	3,3

La progression de l'encours des crédits distribués par les banques, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et la Caisse nationale d'épargne (CNE) s'est ralentie alors que celle des crédits distribués par les établissements spécialisés s'est à peu près maintenue.

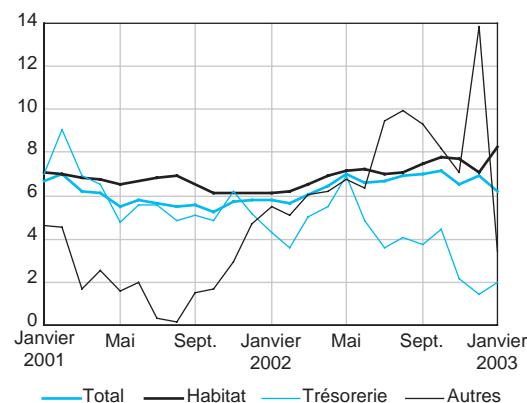
Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Crédits des IFM	5,0	4,2	3,1
aux administrations publiques	2,1	6,4	1,8
au secteur privé	5,3	3,9	3,2
dont :			
Crédits des EC aux ménages	5,8	6,9	6,2
dont : Trésorerie	4,3	1,5	2,0
Habitat	6,1	7,0	8,3
Crédits des EC			
aux sociétés non financières	2,7	3,1	3,0
dont : Trésorerie	- 3,1	0,6	- 1,7
Investissement	8,7	3,9	4,5

Le taux de croissance des crédits consentis aux administrations publiques a très nettement fléchi. Celui des crédits accordés au secteur privé a connu une baisse moins marquée.

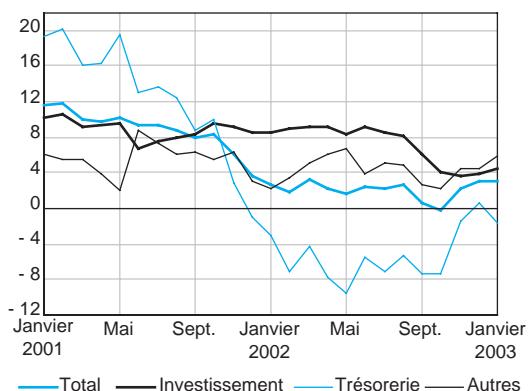
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux débiteurs

À l'exception des crédits à la consommation qui ont légèrement renchéri, le coût des crédits aux entreprises et aux particuliers a poursuivi sa détente dans la zone euro en janvier 2003.

Taux débiteurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Crédits à la consommation			
Zone euro	9,79	9,58	9,61
France	9,36	8,99	8,99
Crédits à l'habitat à taux fixe			
Zone euro	5,53	5,09	4,96
France	6,05	5,95	5,95
Crédits aux entreprises ≤ 1 an			
Zone euro	6,18	5,98	5,97
France	4,54	4,56	4,56
Crédits aux entreprises > 1 an			
Zone euro	5,63	5,34	5,31
France	5,12	4,77	4,77

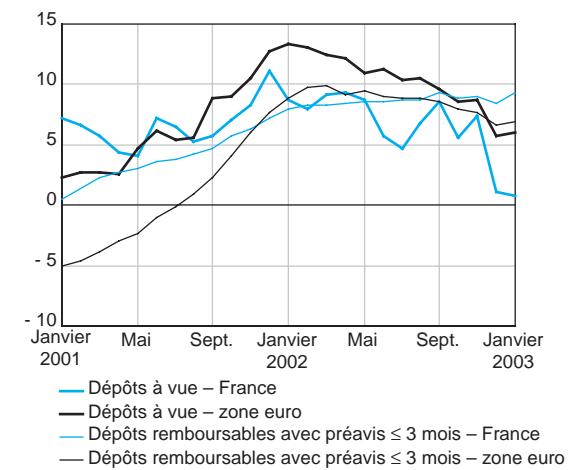
Sources : BCE, Banque de France

2.3. Les placements intermédiaires

Les placements auprès des institutions financières monétaires

Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

(taux de croissance annuel en %)

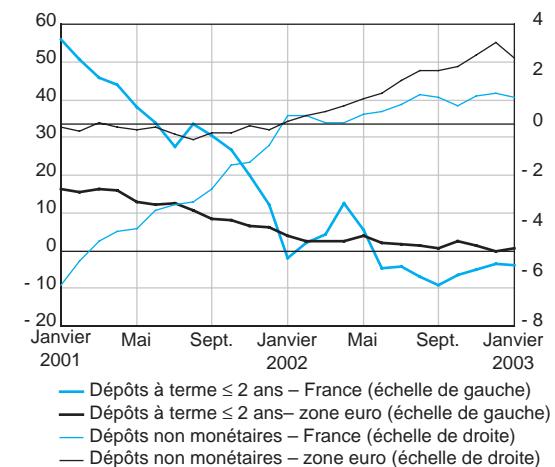


Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro, la croissance des dépôts à vue s'est accélérée en janvier, alors qu'elle a ralenti en France. Celle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois s'est intensifiée.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



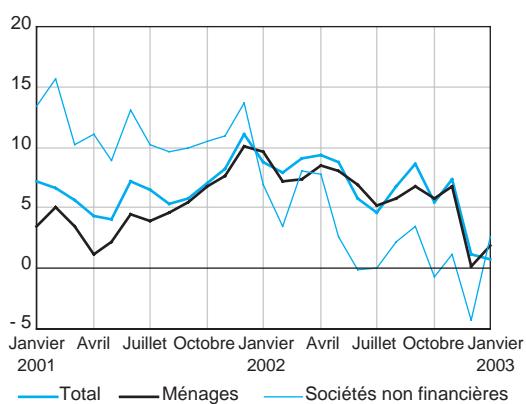
**Dépôts à vue
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Dépôts à vue	8,8	1,1	0,8
Ménages	9,7	0,1	1,9
Sociétés non financières	6,9	- 4,3	2,6
Autres	- 6,0	4,1	- 30,4

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières a enregistré une forte augmentation en janvier, alors que les dépôts des autres agents se sont fortement contractés.

**Dépôts à vue par agents
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Comptes sur livret
(France)**

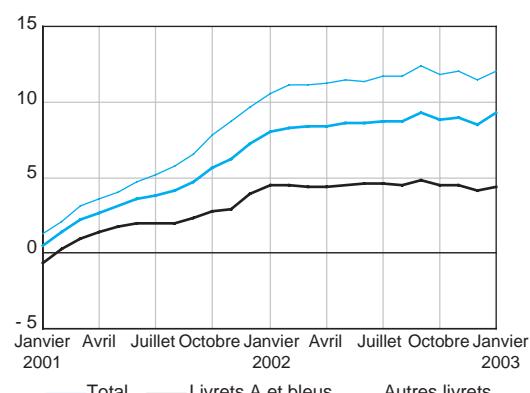
(taux de croissance annuel en %)

	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
	2002	2002	2003
Comptes sur livret	8,0	8,5	9,3
Livrets A et bleus	4,4	4,2	4,3
Livrets soumis à l'impôt	19,4	20,4	23,4
Livrets d'épargne populaire	6,1	5,1	4,7
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	7,5	8,8	8,2

La progression des livrets A s'est un peu renforcée en janvier de même que celle des livrets soumis à l'impôt. Celle des livrets d'épargne populaire, CODEVI, compte épargne-logement et livrets jeunes, s'est atténuée.

**Comptes sur livret
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



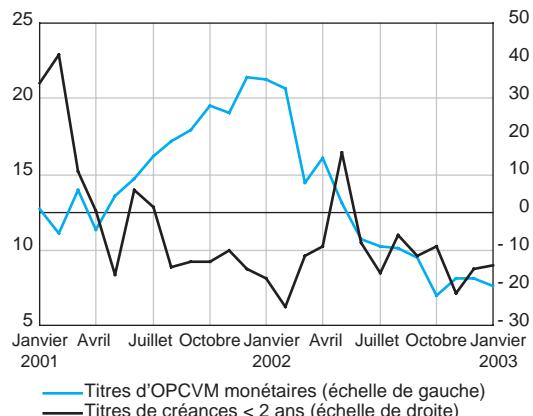
**Placements rémunérés aux taux du marché monétaire
(France)**

	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
	2002	2002	2003
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	9,1	1,3	0,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 2,0	- 3,4	- 4,0
Titres d'OPCVM monétaires	21,3	8,1	7,6
Certificats de dépôt	- 12,0	- 18,4	- 21,9
Pensions	1,5	- 0,8	- 0,1
Zone euro (pour mémoire)	7,8	4,0	5,3

La progression des placements rémunérés aux taux du marché monétaire est devenue très faible. La baisse, en terme annuel, des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, des certificats de dépôts et des pensions s'est amplifiée. Le rythme de croissance de l'encours de titres d'OPCVM monétaires a de nouveau diminué.

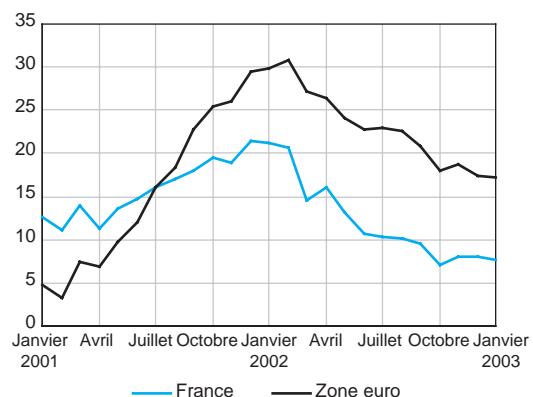
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

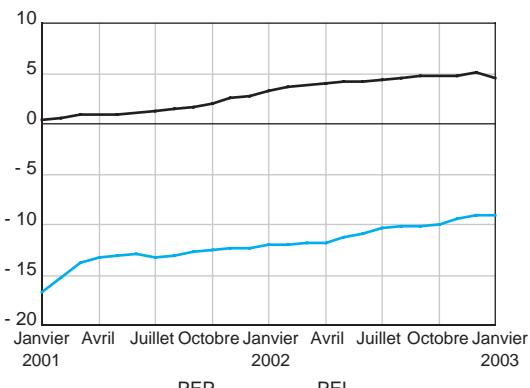
(taux de croissance annuel en %)

	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Dépôts non monétaires	0,4	1,3	1,1
PEP bancaires	- 12,0	- 9,0	- 9,1
PEL	3,3	5,1	4,6

Le taux de croissance des dépôts non monétaires a diminué, reflétant la légère accentuation de la contraction des PEP bancaires et le ralentissement de la progression des plans d'épargne-logement.

Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

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

	(en %)		
	Déc. 2001	Déc. 2002	Janvier 2003
OPCVM obligations	25,6	29,2	30,3
OPCVM actions	31,1	25,0	23,9
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	36,1
OPCVM garantis	7,1	9,6	9,7
Total	100,0	100,0	100,0

Par rapport à décembre 2001, la part des OPCVM « actions » s'est réduite sous l'effet de la baisse des cours, essentiellement au profit de celle des OPCVM « obligations » et « garantis ».

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	(flux sur douze mois, encours en %)			
	Déc. 2000	Déc. 2001	Déc. 2002	Janvier 2003
OPCVM obligations	- 3,9	- 3,9	- 8,2	- 8,2
OPCVM actions	23,4	6,4	3,3	2,8
OPCVM diversifiés	43,0	1,2	- 4,5	- 5,0

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » sont restés forts et ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont accrus. Les OPCVM « actions » continuent d'être alimentés par des flux de souscription, qui tendent toutefois à diminuer.

Rendement des titres par catégories d'OPCVM

	(en %)			
	Déc. 2000	Déc. 2001	Déc. 2002	Janvier 2003
OPCVM obligations	4,3	4,9	7,2	8,0
OPCVM actions	- 4,5	- 19,2	- 31,7	- 34,0
OPCVM diversifiés	- 0,2	- 6,6	- 14,1	- 15,1

NB : 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 » s'est nettement accru, tandis que les pertes sur titres d'OPCVM « actions » et « diversifiés » se sont encore alourdies.

Les taux créditeurs

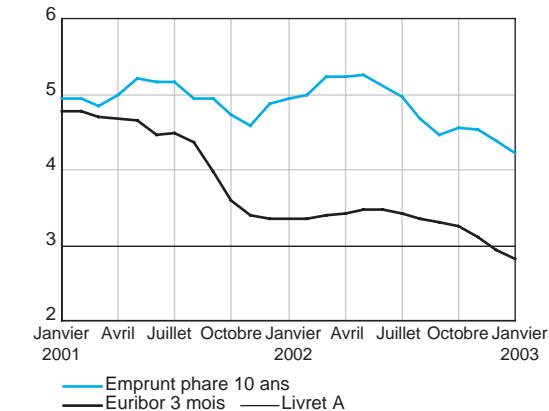
Les taux d'intérêt sur les marchés ont été orientés à la baisse en janvier.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Euribor 3 mois	3,34	2,94	2,83
Emprunt phare 10 ans	4,93	4,39	4,22
Livret A	3,00	3,00	3,00

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : BCE, Banque de France

Taux d'intérêt créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Janvier 2002	Déc. 2002	Janvier 2003
Dépôts à vue			
Zone euro	0,73	0,68	0,63
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,17	2,05	2,04
France	3,08	3,07	3,07
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,77	2,51	2,42
France	3,34	2,94	2,83
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	3,83	3,45	3,29
France	4,48	4,31	4,22

Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro, les taux créditeurs ont diminué, notamment pour les dépôts à terme.

3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux en février 2003

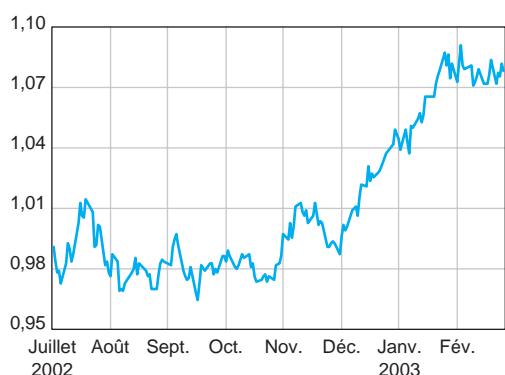
La persistance des tensions géopolitiques dans un contexte économique toujours très incertain a de nouveau favorisé les placements obligataires de part et d'autre de l'Atlantique. Les marchés boursiers ont poursuivi leur repli, tout en enregistrant des évolutions contrastées.

Stabilisation du dollar face aux principales devises

Le mois de février a été marqué par une relative stabilisation du dollar face aux principales devises, après l'important mouvement de repli observé à la fin de l'année 2002. Malgré une très partielle amélioration de certains indicateurs économiques, la devise américaine a encore ponctuellement pâti du contexte géopolitique et des inquiétudes sur l'aggravation des déséquilibres économiques.

L'euro a ainsi légèrement progressé vis-à-vis du dollar sur la période, fluctuant dans une fourchette comprise entre 1,0665 et 1,0938 (atteignant son plus haut niveau depuis trois ans le 5 février). La volatilité implicite de l'euro/dollar est restée confinée dans un intervalle très étroit, autour de 10 % pour l'ensemble des échéances.

Taux de change euro/dollar



Au cours du mois, le yen s'est raffermi, s'inscrivant, le 27 février, à son plus haut niveau depuis six mois face au dollar, à 116,85, en liaison avec des rapatriements de capitaux à l'approche de la fin de l'année fiscale nippone le 31 mars. La nomination du nouveau gouverneur de la Banque du Japon a également mis fin aux incertitudes du marché et a contribué au mouvement d'appréciation du yen.

La livre sterling s'est repliée face aux principales devises, tombant à son plus bas niveau depuis quatre ans face à l'euro, à 0,6863, le 26 février.

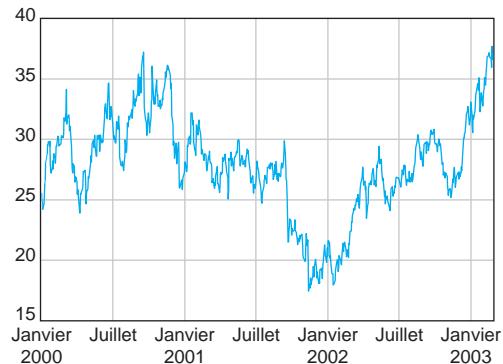
Parmi les autres devises européennes, le zloty polonais s'est légèrement replié face à l'euro, après que le Comité de la politique monétaire a ramené son principal taux directeur (repo à deux semaines) à 6,25 %, contre 6,50 % précédemment. Le forint hongrois s'est, en revanche, stabilisé face à la devise européenne, après la forte baisse pilotée à la mi-janvier par la banque centrale de Hongrie, en réponse aux attaques spéculatives qui avaient rapproché le forint de son cours plafond (234,7 pour un euro).

Les devises sensibles aux cours des matières premières (dollar australien, dollar de la Nouvelle-Zélande, dollar canadien) sont demeurées fermes contre dollar, en liaison avec la relative sur-performance économique des pays concernés vis-à-vis des États-Unis, et de différentiels de taux d'intérêt favorables.

Évolutions contrastées des cours du pétrole et de l'or

Dans un contexte géopolitique très tendu, les cours du pétrole ont progressé vers les niveaux les plus hauts enregistrés depuis 28 mois.

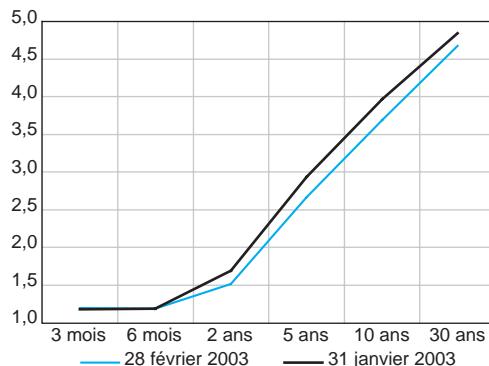
Cette évolution a contrasté avec celle des cours de l'or, qui se sont fortement repliés (- 21,73 % durant la période) sur des prises de profits, après la très forte hausse observée depuis le début du mois de décembre.

Cours du pétrole (WTI)**Cours de l'or****Recul des rendements sur les titres d'État, les courbes enregistrant toutefois des évolutions différentes de part et d'autre de l'Atlantique**

La détente des rendements obligataires s'est confirmée, les craintes d'une guerre imminente ayant favorisé une allocation des fonds vers les actifs les moins risqués, au détriment des marchés d'actions.

La tonalité très prudente du discours semestriel du président du Système fédéral de réserve, Alan Greenspan, devant la commission bancaire du Sénat, insistant sur l'impact négatif que pourraient avoir sur la croissance les incertitudes géopolitiques internationales, a également contribué à une détente des taux américains.

Alors que la baisse des rendements européens a été davantage observée sur les segments à court terme, la courbe américaine s'est sensiblement aplatie, en liaison avec une plus forte détente des taux longs. Le rendement de l'emprunt phare à dix ans a ainsi reculé de 24 points de base, à 3,8 %, tandis que le rendement à deux ans perdait 17 points de base, à 1,59 %.

Courbe des taux aux États-Unis

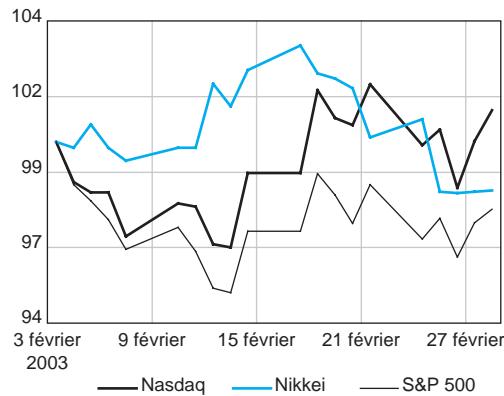
Les taux britanniques ont également enregistré une baisse sensible, dans un mouvement de pentification de la courbe (les rendements d'État britanniques d'échéance deux et cinq ans diminuant de, respectivement, 40 et 28 points de base, à 3,32 % et 3,85 %), en liaison avec l'assouplissement monétaire de 25 points de base (taux directeur ramené à 3,75 %).

La courbe des contrats *short sterling* met en avant, en fin de mois, des anticipations d'une baisse supplémentaire des taux de 25 points de base d'ici avril 2003.

Relative stabilité des indices boursiers aux États-Unis et au Japon

Contrastant avec l'important recul des indices boursiers européens, les indices boursiers traditionnels américains et japonais n'ont enregistré qu'un recul limité (environ 2 %), les valeurs technologiques progressant même légèrement sur le mois (+ 0,23 % pour le Nasdaq). La publication d'indicateurs économiques parfois plus favorables qu'attendu a contribué à la meilleure résistance des bourses américaines.

Nasdaq, Nikkei et S&P 500



Dans ce contexte, les volatilités implicites des options sur indices boursiers américains sont demeurées stables (autour de 27 % sur le S&P 500).

3.2. Les marchés de la zone euro

Les incertitudes quant à l'environnement économique ont été renforcées en Europe, du fait de la révision en baisse des perspectives économiques et de la détérioration de la situation des finances publiques dans plusieurs pays. Dans ce contexte, les tendances observées le mois précédent se sont poursuivies. En effet, le marché monétaire a continué à se détendre, entraînant dans son sillage les rendements obligataires d'État. Les bourses européennes ont reculé de façon particulièrement marquée, subissant les retombées de l'affaire Ahold, les marchés de crédit (obligations du secteur privé) offrant néanmoins toujours une résistance remarquable.

Détente des taux d'intérêt du marché monétaire

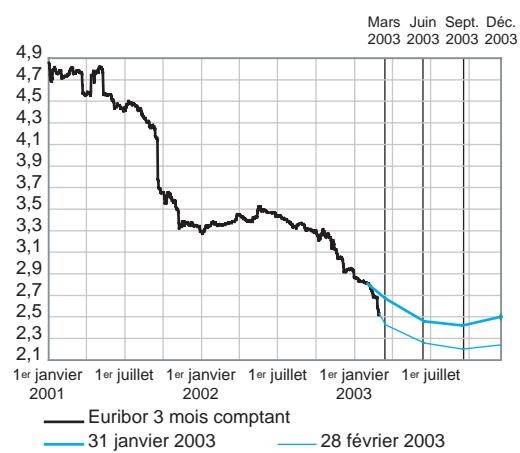
Les taux d'intérêt à court terme se sont détendus, la courbe du marché monétaire se translatant vers le bas de façon marquée : le taux monétaire à un mois a ainsi perdu 19 points de base sur la période, pour se situer à 2,63 % fin février, et le taux à un an (– 25 points de base) se situait à 2,39 % à cette même date.

Cette évolution a été provoquée par la publication de chiffres économiques pour la plupart décevants dans la zone euro. Tant les indicateurs de confiance (confiance des consommateurs en France) que les statistiques d'activité (en matière de commandes manufacturières en Italie et en Allemagne, ainsi que de production industrielle ou de ventes de véhicules) se sont inscrits en baisse. Cette détente des taux monétaires a, en outre, été accentuée par la révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2003 par les institutions européennes (BCE et Commission européenne).

Dans ce contexte, la courbe des taux monétaires est restée fortement inversée, les taux implicites des contrats Euribor d'échéances mars et septembre 2003 — significatifs du taux trois mois anticipé à ces horizons — s'établissant en fin de période à, respectivement, 2,43 % et 2,20 %.

Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour, le taux Eonia s'est stabilisé pour la quasi-totalité de la période autour d'un niveau de 2,78 %, soit quelques points de base au-dessus du taux minimal de soumission aux appels d'offres hebdomadaires de la BCE. La fin de période de réserves s'est transitoirement traduite, en cours de mois, par une baisse du taux Eonia à 2,39 %, dans un contexte de liquidité confortable.

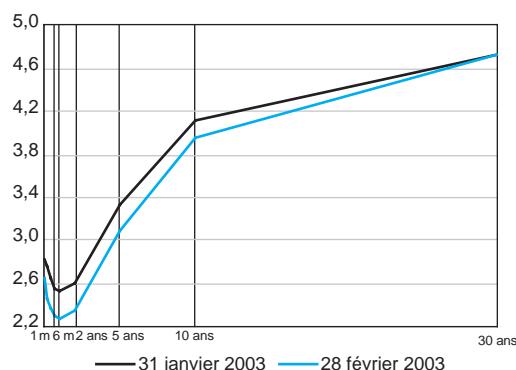
Évolution des taux implicites des contrats Euribor



Poursuite de la détente des rendements obligataires de la zone euro

Dans le sillage des taux du marché monétaire, les rendements obligataires d'État ont également diminué. Cette détente a été plus marquée pour la partie courte de la courbe obligataire, qui a évolué en sympathie avec le marché monétaire. En conséquence, la pente de la courbe s'est légèrement accentuée au cours de la période, l'écart entre les taux à deux ans et dix ans passant de 152 à 161 points de base. La baisse des rendements obligataires a ramené ceux-ci sur des niveaux historiquement bas : sur la zone à deux ans, le taux de 2,38 % constaté sur la courbe obligataire française en fin de période était sans précédent depuis plusieurs décennies.

Évolution de la courbe des taux en France



Les bas niveaux de rendement offerts ont entraîné un regain d'intérêt pour les produits protégeant les investisseurs contre le risque d'inflation à moyen terme. Les obligations indexées sur l'inflation ont ainsi suscité une demande particulièrement importante, les conduisant à s'apprécier davantage que les OAT nominales de maturité équivalente. Ainsi, le point mort d'inflation de la zone euro à l'horizon 2012, issu de la différence entre le rendement nominal de l'OAT 2012 (– 17 points de base sur la période, à 3,95 %) et le rendement réel de l'OAT indexée sur l'inflation de la zone euro de maturité 2012 (– 23 points de base, à 1,99 %) a progressé de 6 points de base, passant au cours de la période de 1,90 % à 1,96 %. De la même façon, le point mort d'inflation de la France sur le même horizon, calculé par différence entre l'OAT de maturité dix ans (– 17 points de base sur la période à 3,95 %)

et l'OAT indexée sur l'inflation française émise au début du mois de février de maturité 2013 (– 28 points de base à 2,09 %), a augmenté, de 1,75 % à 1,86 %. À cet égard, il ressort que le différentiel d'inflation anticipé à dix ans entre la France et la zone euro s'est amenuisé au cours du mois de février. L'évolution des points morts d'inflation peut s'expliquer par celle des indices de prix à la consommation publiés au cours du mois de février qui ont fait ressortir, tant pour la France que pour la zone euro, une légère remontée des taux d'inflation de, respectivement, 1,9 % et 2,2 %, en raison principalement de la hausse des prix du pétrole.

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

La résistance des marchés de financement par endettement est assez remarquable en comparaison de celle des indices boursiers européens. Ainsi peut-on noter l'absence de tensions sur les *spreads* au cours du mois de février alors que, depuis le début de l'année, l'offre a été abondante (total d'émission par les entreprises non financières de EUR 40 milliards, dont 23 milliards pour le seul mois de février) et que le climat général a pénalisé les actifs risqués. Cette appétence pour l'obligataire privé au cours du mois de février s'explique par la recherche de rendement par les investisseurs : la maturité moyenne des émissions a fortement augmenté, comme la part des émetteurs BBB, notamment des télécoms (17 milliards de montant d'émissions depuis le début de l'année). On peut noter, de surcroît, que ce dernier secteur a vu sa prime de risque se réduire de façon significative au cours du mois de février. Seuls les écarts de rendement des « corporate BBB » ont augmenté, en raison des craintes suscitées par la révélation de certaines malversations comptables.

Primes de signature dans la zone euro

Émetteur	(en points de base)			
	28 février 2003	31 janvier 2003	Variation	Plus haut 2002
Industrielles AAA	4	3	1	21
Industrielles AA	47	47	–	61
Financières AA	49	51	- 2	60
Corporate BBB	209	202	7	267
Industrielles BBB	186	190	- 4	286
Télécom BBB	171	178	- 7	255

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Accélération de la dépréciation des indices boursiers en Europe

Les indices boursiers européens ont fortement reculé au cours du mois de février, affectés par différents événements sectoriels.

Les retombées des révélations du distributeur Ahold en matière de pratiques comptables ont particulièrement heurté le secteur des biens non cycliques en Europe, dont le sous-indice de l'EuroStoxx a connu la plus forte dégradation au cours du mois de février (- 17,6 %). Si aucun secteur de l'EuroStoxx n'a progressé au cours de la période, la résurgence des inquiétudes quant au manque de transparence comptable des grands groupes a pénalisé certains secteurs d'activité, celui des médias (- 10,5 %), de la chimie (- 9,3 %), et des services collectifs (- 8,9 %) principalement.

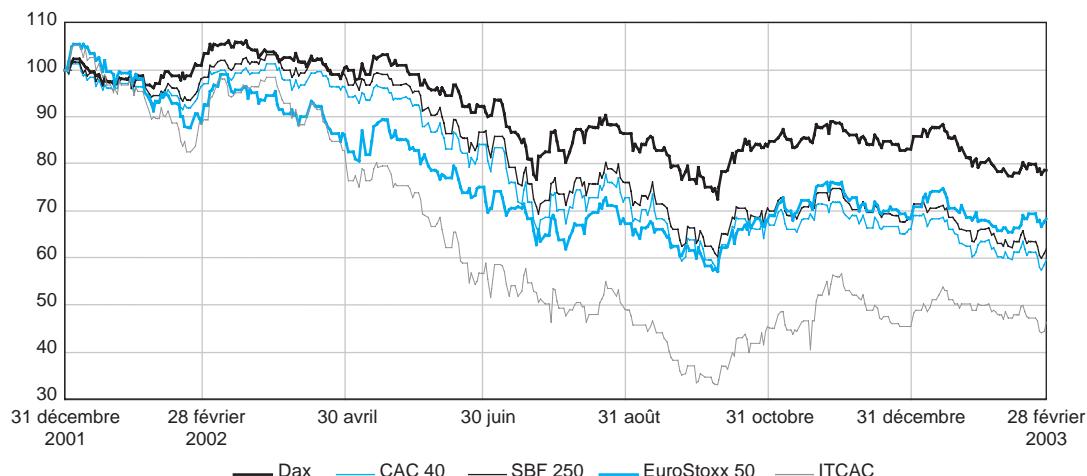
Évolution des indices boursiers

Au 28 février 2003

	Niveau au 28 février 2003	Variation/ 31 janv. 2003	Variation/ 31 déc. 2002	(en %)
Indices larges				
CAC 40	2 754	- 6,2	- 10,1	
DAX	2 547	- 7,3	- 11,9	
DJ EuroStoxx 50	2 140	- 4,8	- 10,3	
FTSE	3 655	- 2,5	- 7,2	
Dow Jones	7 887	- 2,0	- 5,4	
Indices technologiques				
ITCAC	630	- 0,7	-	
Nasdaq	1 336	+ 0,8	- 32,0	

Indices boursiers

Base 100 au 31 décembre 2001



Comme aux États-Unis, la volatilité implicite tirée des options sur contrats d'indices boursiers s'est stabilisée sur des niveaux élevés (de 37 % environ pour le CAC 40) au cours du mois de février, signalant que les investisseurs restent très incertains quant aux perspectives d'évolution des cours des actions.

À l'exception des émissions à un mois réalisées par les émetteurs non notés et celles effectuées à trois mois par les émetteurs notés A-1/P-1/F1, pour lesquelles les *spreads* enregistrent, respectivement, une baisse de 4 points de base et une hausse de 3 points de base, le mois de février se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux *swaps* de référence.

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

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	Février 2003		Moyenne année 2002	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	424,96	60,27	439,47	60,23
Pensions à taux fixe	120,96	17,16	132,77	18,16
Pensions à taux variable	304,00	43,12	306,69	42,06
BTAN	183,26	25,99	186,15	25,52
Pensions à taux fixe	52,50	7,45	54,58	7,48
Pensions à taux variable	130,76	18,55	131,56	18,05
BTF	96,86	13,74	104,11	14,25
Pensions à taux fixe	17,10	2,43	22,21	3,02
Pensions à taux variable	79,76	11,31	81,90	11,23
TOTAL	705,08	100,00	729,72	100,00
Pensions à taux fixe	190,56	27,03	209,55	28,66
Pensions à taux variable	514,52	72,97	520,15	71,34

Taux des BTF et des BTAN

(variation en points de base)

Échéance	31 janv. 2002	28 fév. 2003	Variation
1 mois	2,75	2,58	- 17
3 mois	2,69	2,40	- 29
6 mois	2,60	2,32	- 28
12 mois	2,54	2,24	- 30
2 ans	2,60	2,35	- 25
5 ans	3,33	3,09	- 24

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions		Encours à fin février 2003
	en février 2003	brutes nettes	
Titres de créances négociables	343,8	- 6,4	321,5
Certificats de dépôt négociables	295,1	- 4,4	195,2
BMTN	0,6	- 1,1	52,7
Billets de trésorerie	48,1	- 0,9	73,6

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

	1 ^{er} au 7 février	8 au 14 février	15 au 21 février	22 au 28 février
Billets à 1 jour	2,87	—	2,89	3,12
Billets à 10 jours	2,91	2,85	2,82	—
Billets à 30 jours	2,91	2,89	2,77	2,79
Billets à 90 jours	2,86	2,81	2,77	2,68
Billets à 180 jours	2,78	2,76	2,67	2,58

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	1 ^{er} au 7 février	8 au 14 février	15 au 21 février	22 au 28 février
Certificats à 1 jour	2,85	2,83	2,83	2,82
Certificats à 10 jours	2,70	2,79	2,73	2,69
Certificats à 30 jours	2,82	2,81	2,79	2,74
Certificats à 90 jours	2,84	2,78	2,71	2,62
Certificats à 180 jours	2,79	2,68	2,64	2,52

Spreads billets de trésorerie — swaps

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	Déc. 2002	7	18	27
	Janv. 2003	2	7	13
	Fév. 2003	3	9	9
3 mois	Déc. 2002	12	16	36
	Janv. 2003	6	10	13
	Fév. 2003	9	11	15

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

À l'exception des émissions à un mois réalisées par les émetteurs non notés et celles effectuées à trois mois par les émetteurs notés A1/P1/F1, pour lesquelles les spreads enregistrent, respectivement, une baisse de 4 points de base et une hausse de 3 points de base, le mois de février se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux swaps de référence.

Policy mix et globalisation financière

Cette étude, dont le champ dépasse les économies africaines, mais qui n'intègre pas les politiques structurelles, particulièrement importantes pour les pays en développement, privilégie trois questions.

- *Comment la globalisation financière affecte-t-elle le policy mix ?*
- *Quels sont les objectifs et les modalités de gestion d'un policy mix "efficient" ?*
- *Quels sont les principaux enjeux en union monétaire, notamment en zone euro et en Zone franc ?*

La globalisation financière a renouvelé le débat sur le policy mix qui est désormais placé sous une surveillance des marchés d'autant plus étroite que l'économie considérée est intégrée internationalement. Dès lors, la crédibilité du policy mix apparaît comme une condition de son efficience.

Cette crédibilité ne peut être obtenue qu'en affectant à chaque autorité un objectif spécifique, à savoir la stabilité des prix, avant tout, pour l'autorité monétaire et la soutenabilité de la dette publique, pour l'autorité budgétaire. En outre, le maintien de cette crédibilité suppose notamment :

- *une absence de coordination ex ante, au risque de remettre en cause la cohérence intertemporelle des politiques menées ;*
- *un certain pragmatisme dans la mise en œuvre ;*
- *une très grande transparence, contrepartie naturelle de l'indépendance octroyée à l'autorité monétaire et du pouvoir discrétionnaire potentiel de l'autorité budgétaire.*

Enfin, sont décrits les principaux enjeux en union monétaire. Au niveau stratégique, il s'agit de la coordination des politiques budgétaires nationales afin de minimiser la tentation de faire "cavalier seul" ou le risque d'aléa moral, d'une part, et afin de conserver les marges de manœuvre permettant de répondre à des chocs asymétriques, d'autre part. Au niveau pratique, l'enjeu majeur est de maintenir un dialogue permanent entre autorités indépendantes, grâce au respect de diverses règles et au rôle de nombreuses instances de discussion.

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études et des Relations internationales

NB : Cet article reprend, pour l'essentiel, un discours prononcé à l'occasion du trentenaire de la Banque des États d'Afrique centrale (BEAC), le 21 novembre 2002 à Libreville (Gabon). Cet exposé sur le thème de « l'efficience du policy mix à l'heure de la globalisation financière » a été préparé avec S. Avouyi-Dovi, E. Carrère, S. Gouteron, F. Mouriaux et a bénéficié des commentaires de C. Pfister. Les erreurs et omissions n'engagent toutefois que l'auteur.

Le « *policy mix* » est souvent défini comme le « dosage » entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Sous cet angle, il apparaît comme une action globale visant à faire interagir des mesures monétaires et budgétaires dans des conditions et des proportions pré-convenues. Mais, en réalité, compte tenu de la complexité des relations en jeu, un certain *policy mix* peut être constaté comme un état de fait sans avoir fait l’objet d’une concertation préalable entre les autorités concernées.

La « *globalisation* », ou la mondialisation financière, peut être définie, quant à elle, comme l’intégration des systèmes financiers nationaux ou régionaux dans les marchés financiers internationaux (World Bank, 2002b). Cette intégration suppose que les pouvoirs publics aient libéralisé le secteur financier interne et les mouvements de capitaux avec l’extérieur. Sans négliger le poids des autres agents intervenant dans le processus d’intégration financière, les pouvoirs publics jouent donc un rôle primordial dans l’avènement de la mondialisation financière.

S’interroger sur l’interaction entre *policy mix* et *globalisation financière* apparaît alors comme un sujet d’actualité doublement pertinent.

C’est un sujet d’actualité comme le montre le nombre de travaux publiés sur ce thème, par exemple par Stiglitz (2000), Schmukler et Zoido-Lobatón (2001), Ravallion (2000 et 2002) et Bhalla (2002). En effet, la mobilité des capitaux peut faciliter l’accès à des types de financement nouveaux et plus abondants et accélérer le développement du secteur financier en favorisant l’amélioration des infrastructures, la réduction de l’asymétrie d’information, la discipline des acteurs financiers, la présence d’investisseurs étrangers, etc. Toutefois, comme on l’a observé dans les crises récentes en Amérique latine, elle peut aussi s’accompagner d’épisodes d’instabilité financière. C’est notamment le cas lorsque le *policy mix* est perçu par les investisseurs nationaux ou étrangers et par les marchés comme étant inapproprié. De ce fait, le *policy mix* devient l’objet d’une attention soutenue de la part des experts économiques et de marché.

C’est aussi un sujet doublement pertinent :

- d’une part, devant un auditoire de banques centrales, membres d’unions monétaires, il revêt une dimension particulière parce que l’association d’une politique monétaire unique avec des politiques budgétaires nationales différentes requiert la mise en œuvre de solutions originales ;
- d’autre part, il s’impose dans toute réflexion de fond sur l’avenir économique de l’Afrique à côté d’autres thèmes fondamentaux, liés notamment aux réformes structurelles.

Ce deuxième point mérite quelques développements liminaires car l’Afrique occupe toujours une part marginale dans l’allocation internationale des capitaux¹. En outre, dans la plupart des pays africains, la libéralisation financière interne et externe reste limitée². Aussi les marges de progression, en termes de bancarisation et de développement des marchés financiers, sont-elles importantes pour les pays africains, notamment ceux de la « Zone franc », même si des efforts notables ont déjà été consentis dans ce domaine. C’est pourquoi les pays africains peuvent tirer des enseignements utiles de l’expérience des autres continents pour parvenir, de manière ordonnée et progressive, à leur intégration dans la finance mondialisée. Cette intégration devra être, bien évidemment, accompagnée de réformes structurelles visant notamment à réduire la pauvreté, à stimuler la formation en vue d’obtenir un capital humain de qualité et, plus généralement, à améliorer le niveau de vie, ce qui devrait se traduire notamment par une augmentation de l’espérance de vie.

Chacun s’accorde sur l’idée qu’un *policy mix* « efficient » (c’est à dire « équilibré » ou « optimal », tous termes considérés ici comme des synonymes) est une condition nécessaire pour assurer une croissance régulière et non inflationniste. Pour autant ce n’est pas une condition suffisante. En effet, l’efficience du *policy mix* ne peut se juger de manière indépendante des autres politiques — notamment structurelles — concourant à un véritable décollage économique et à un développement durable (l’annexe 1 souligne combien, en Afrique, les progrès sont urgents en la matière).

L’analyse des politiques structurelles ne pouvant toutefois être intégrée dans cet article dont le champ est nettement plus réduit, il convient de se focaliser sur les trois questions suivantes :

- comment la globalisation financière affecte-t-elle le *policy mix* ?
- quels sont les objectifs et les modalités de gestion d’un *policy mix* équilibré ?
- quels enjeux, aux niveaux stratégique et pratique, se posent aux unions monétaires, notamment de la Zone franc et de la zone euro ?

¹ À titre d’exemple, selon la Banque mondiale, en 2000, le flux net de capitaux vers l’Afrique subsaharienne était de 18,5 milliards de dollars contre 261,1 milliards pour l’ensemble des pays à revenus moyens et faibles. À la même époque, les investissements directs étrangers (IDE) en Afrique subsaharienne s’élevaient à 5,58 milliards de dollars, soit 2,4 % des IDE des pays en développement et seulement 0,5 % des IDE mondiaux.

² Selon la Banque mondiale, en 1999, la capitalisation boursière de l’ensemble des pays de l’Afrique subsaharienne était de 275,7 milliards de dollars (contre 142,6 milliards en 1990) soit 0,77 % de la capitalisation boursière totale (ou 11,4% de celle des pays à revenus moyens et faibles).

1. Comment la globalisation financière affecte-t-elle le *policy mix* ?

La dernière vague de libéralisation des mouvements de capitaux a renouvelé la problématique de l'articulation des politiques monétaire et budgétaire, en plaçant le *policy mix* sous une surveillance des marchés d'autant plus étroite que la zone considérée est intégrée dans la finance globalisée.

1.1. La globalisation financière renouvelle incontestablement le débat sur le *policy mix*

Mundell, en 1963, a étudié l'impact de la mobilité des capitaux sur le *policy mix*. Raisonnant tout d'abord dans le cadre d'un système de change fixe, il a recommandé d'affecter un instrument à chaque objectif, selon la règle de Tinbergen ; dans ce schéma, l'instrument budgétaire est prioritairement affecté à la stabilisation de l'activité, tandis que l'instrument monétaire l'est à la stabilisation du taux de change.

Ce principe a suscité deux critiques majeures :

- la première a été formulée par Mundell lui-même. En raison de la mobilité des capitaux et de la non fixité des prix, il y a incompatibilité entre un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante. Ceci revient à dire que la stérilisation des flux de capitaux est impossible lorsque leur mobilité est parfaite. En outre, les prix ne sont pas fixes comme Mundell le suppose, mais semi-flexibles. La politique monétaire doit viser à les stabiliser et ne peut plus être exclusivement affectée à la stabilisation du taux de change. Mundell a alors élargi sa perspective au régime de change flexible, l'instrument monétaire étant désormais affecté à la stabilité des prix. Pour autant, un pays ne peut se désintéresser de l'évolution du taux de change, notamment comme indicateur de l'orientation de la politique monétaire et en raison de son impact sur l'activité et les prix ;
- la seconde porte sur le mode de formation des anticipations des agents et annonce le changement de paradigme de ces trente dernières années concernant les politiques de stabilisation. Les anticipations des agents ne sont pas nécessairement adaptatives, mais peuvent être rationnelles, ce qui rend les multiplicateurs monétaire et budgétaire instables. Dans ce cadre, les décisions de politique économique sont intégrées par les agents économiques qui sont susceptibles d'adapter leur comportement en fonction de l'ensemble des informations disponibles (« Critique de Lucas », 1976). Il est alors impossible de considérer que les multiplicateurs résultent d'un ratio entre deux variables. À titre d'exemple, alors qu'on attend un effet positif du multiplicateur budgétaire – l'augmentation de la demande publique induisant celle de la production –, celui-ci peut être négatif si les agents économiques perçoivent l'accroissement de la dépense publique comme un signe précurseur d'une future réduction de leur dépense. Kydland et Prescott (1977) ont montré que l'efficacité du *policy mix* résulte finalement d'une interaction entre les autorités (monétaire et

budgétaire) et les agents économiques. C'est en cela que la notion de crédibilité des autorités est nécessaire et prend toute son importance.

De cette nécessaire crédibilité découlent deux idées :

- la première consiste à supposer la cohérence intertemporelle des décisions des autorités monétaire et budgétaire. Aussi une décision visant un objectif immédiat ne doit-elle pas remettre en cause un objectif de moyen ou long terme, ou être suivie d'une révision de l'objectif en sens contraire peu de temps après. Il s'agit avant tout de fixer au cours du temps des objectifs clairs, aisément vérifiables et réalistes. L'indépendance de chacune des autorités (notamment vis-à-vis l'une de l'autre) apparaît alors comme une condition de la poursuite, voire de la réussite, des objectifs.
- la deuxième porte sur les bénéfices potentiels de la globalisation (l'apparition de nouveaux types de financement, l'abondance de crédits, l'amélioration de l'infrastructure financière, le développement des marchés financiers, etc.). Théoriquement, et les faits vont dans ce sens, les avantages de la globalisation financière sont en général plus élevés pour les pays qui ont déjà atteint un certain niveau de développement des marchés financiers et qui s'attachent à mener des politiques économiques transparentes, cohérentes et prudentes : il s'agit d'attirer et de retenir les capitaux étrangers à moindre coût par un *policy mix* efficient, accompagné de réformes structurelles adaptées conduisant à des perspectives d'évolution favorable des « fondamentaux » (voir annexe 2).

1.2. La globalisation met le *policy mix* « sous haute surveillance »

L'importance d'un policy mix efficient

Un *policy mix* « non équilibré », surtout en cas de doute sur les fondamentaux, est un facteur permissif, voire déclencheur, de turbulences financières.

La libéralisation des marchés financiers peut se traduire par une augmentation sensible de la volatilité des marchés et du risque d'occurrence des crises, induite par l'impréparation du secteur financier ou par une supervision et une régulation défaillantes des marchés. Ces turbulences interviennent quand les investisseurs ont des incertitudes sur la capacité d'un pays à absorber un choc. Ces incertitudes sont d'autant plus exacerbées que les investisseurs identifient :

- un « déséquilibre » du *policy mix*, rendant inévitable un réalignement du taux de change et/ou un rééchelonnement de la dette ;
- des faiblesses structurelles, telles que des lacunes des régimes juridiques (protégeant par exemple l'investissement), un manque de transparence comptable, une insuffisance des infrastructures financières et de l'épargne

privée, une fragilité du secteur bancaire, une rigidité excessive du marché des biens ou du marché du travail, etc.

Les répercussions de la crise asiatique de 1997 dans les pays émergents, puis de la crise russe en 1998, illustrent cette remarque. Il serait, en effet, abusif de ne voir que des phénomènes de contagion dans la diffusion de ces crises au sein des pays émergents et en transition, dont beaucoup présentaient à l'époque de profonds déséquilibres dans leurs « fondamentaux » macroéconomiques et financiers. En Russie par exemple, la faiblesse du rendement fiscal empêchait tout rétablissement « mécanique » des finances publiques, contrairement à certains pays asiatiques qui dégageaient un excédent budgétaire avant le déclenchement de la crise. Cette faiblesse intrinsèque de l'économie russe a favorisé une dépréciation du rouble qui s'est conjuguée à un *policy mix* inapproprié, à l'issue de la phase d'ajustement drastique du change. En effet, le déficit budgétaire a été en partie couvert par émission monétaire, favorisant une résurgence de l'inflation. Il est alors devenu impossible de restaurer la confiance des investisseurs, ce qui a exacerbé les problèmes liés à la dette externe et a débouché sur un moratoire de remboursement.

En Europe, toutefois, où l'on a affaire à des économies fortement structurées, avec des infrastructures et des pratiques de marchés financiers ayant atteint un haut niveau de maturité, des dynamiques de contagion ont bel et bien été observées, par exemple lors de la crise du système monétaire européen en 1992 et 1993. À l'origine, les attaques se sont portées sur les deux économies jugées les plus fragiles (Royaume-Uni et Italie). Dans un second temps, la crise s'est portée sur le franc français. Mais les turbulences financières ont pu être contenues. Le taux d'inflation et les niveaux de la dette et du déficit publics rapportés au PIB français étaient en effet inférieurs en 1992-1993 aux moyennes européennes correspondantes, tandis que le commerce extérieur était excédentaire, reflétant une situation concurrentielle relative solide. Enfin, l'axe monétaire franco-allemand a assuré une réponse à la fois politique et financière, pour contrecarrer les vagues d'attaques spéculatives.

Les autres facteurs

Si un *policy mix* efficient permet de minimiser le risque et l'impact des turbulences financières, il est important également de reconnaître que d'autres mesures peuvent participer à l'endiguement de ces turbulences.

S'agissant des pays s'ouvrant peu à peu à l'international, ceci plaide notamment en faveur de deux orientations.

- La première de ces orientations est une libéralisation séquentielle et progressive du secteur financier interne, suivie d'un relâchement des contraintes affectant le compte de capital et assortie d'un contrôle prudentiel efficace. L'exemple du Chili en illustre l'efficacité lorsque des mesures structurelles sont combinées à un *policy mix* efficient. *A contrario*, les turbulences traversées par l'Afrique du Sud montrent que le *policy mix* à lui seul n'est pas suffisant. Pour les pays africains de la Zone franc, la libéralisation par étapes des transactions extérieures,

qui a concerné les transactions courantes et les mouvements de capitaux désormais soumis à une réglementation des changes au niveau régional des unions monétaires — Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) et Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC) —, répond à cette préoccupation, en donnant la priorité à la création de marchés et d'instruments financiers internes.

- La seconde orientation est la mise en place d'unions monétaires régionales, qui interdit les dévaluations compétitives entre des pays qui sont des partenaires commerciaux et stabilise le taux de change effectif. En outre, en assurant à un niveau supra-national le respect des règles monétaires, voire budgétaires, une union monétaire apporte aux investisseurs des gages supplémentaires en termes de prudence et de cohérence des orientations des politiques économiques.

Enfin, d'autres conditions doivent être poursuivies ou remplies pour tirer bénéfice de ces approches, notamment l'amélioration de la qualité de la main d'œuvre, l'existence d'infrastructures appropriées et le développement d'une capacité d'absorption locale de la production et la bonne gouvernance, qui sont également des critères non négligeables d'attrait et de la confiance des investisseurs.

2. Quels sont les objectifs et les modalités de gestion d'un *policy mix* équilibré ?

2.1. Deux objectifs : stabilité des prix et soutenabilité de la dette publique

Mis sous la surveillance des marchés du fait de la globalisation financière, le *policy mix* doit être fortement et constamment crédible. Pour favoriser une croissance soutenue, pérenne et non inflationniste, les politiques à mettre en place doivent avoir des objectifs spécifiques. En conséquence, la politique monétaire doit viser à garantir la stabilité des prix et la politique budgétaire à assurer la soutenabilité de la dette publique.

La stabilité des prix

Le terme « stabilité des prix » ne signifie certes pas « une inflation nulle ». Pour les praticiens que sont les banquiers centraux, il importe avant tout que la variation des prix soit assez faible pour que les agents considèrent qu'elle n'influence que marginalement leurs décisions. Les travaux réalisés, notamment aux États-Unis (Boskin et al., 1996, ou Shapiro et Wilcox, 1996), ont en effet montré que les mesures traditionnelles des prix pouvaient conduire à une surévaluation de l'inflation. La commission Boskin, par exemple, a estimé cette surévaluation pour les États-Unis autour de 1,3 point de pourcentage. En Europe, ce biais est estimé à moins de 1 point de pourcentage. Un biais allant dans le sens d'une surévaluation étant donc plausible, une inflation nulle pourrait signifier dans la réalité une baisse du niveau général des prix qui engendrerait d'autres problèmes au niveau

macroéconomique. Aussi l'expérience des banques centrales de la zone euro conduit-elle à fixer à 2 % environ le taux de croissance au-delà duquel les mécanismes d'indexation et des distorsions de prix relatifs pourraient apparaître sur le moyen terme.

L'objectif de stabilité des prix adopté par la Zone franc — l'article premier des statuts de la BEAC, par exemple, précise que sa mission est d'« émettre la monnaie et d'en garantir la stabilité » — fait écho à celui de la zone euro. Il est complété par un niveau de réserves de changes dont le minimum est fixé par les conventions monétaires. En effet, l'exigence d'un niveau substantiel de réserves de change constitue un « signal » des banques centrales envers le marché quant à leur volonté d'éviter une dérive du taux de change, voire de respecter un objectif de change. Toutes les crises financières se caractérisent par un effondrement temporaire des capacités d'emprunt. Un pays ne peut préserver la liquidité de son économie — et donc prévenir un choc déflationniste — que s'il conserve une capacité d'intervention en cas de crise, sous forme, notamment, de réserves de change. Pour Feldstein (1999), « l'autoprotection » des économies émergentes vis-à-vis des crises financières doit être un élément totalement intégré à l'architecture financière mondiale et repose sur de substantielles réserves de change et des lignes de crédit en devises inutilisées. Cette condition est d'autant plus nécessaire que le pays considéré est intégré dans la finance mondiale.

La soutenabilité de la dette publique

S'agissant de la politique budgétaire, la soutenabilité de la dette publique peut être examinée d'un point de vue dynamique en définissant la contrainte budgétaire de l'État en termes réels. Une dette est alors dite soutenable si la croissance économique est supérieure au taux d'intérêt réel des obligations publiques (Sargent et Wallace, 1981). En effet, dans ce cas, sous l'hypothèse d'une élasticité unitaire entre le solde budgétaire et l'activité économique, les recettes de l'État progressent plus vite que les intérêts de la dette. Toutefois, on ne peut s'attendre à un taux d'intérêt réel constamment inférieur au taux de croissance ; si ce dernier faiblit, l'effet de levier s'inverse et la dynamique de la dette devient explosive. On peut aussi adopter une approche en termes nominaux, en imposant que le rapport dette sur ressources (ou recettes) permettant d'en assurer le service tende à long terme vers zéro (Fève et Hénin, 1998). On peut, enfin, adopter une approche statique en considérant qu'une dette est soutenable quand l'État peut en assurer le service tout en contenant le déficit dans des limites raisonnables.

Dans le cas de l'Afrique, la crédibilité budgétaire est liée au rétablissement d'un rééquilibrage entre recettes fiscales et service de la dette et à un contrôle plus strict des autres dépenses publiques³. Rappelons que le rapport service de la dette sur recettes fiscales a atteint 45 % dans les pays de la CEMAC en 2001, soit plus du double du niveau observé en France. En outre, au sein de la Zone franc, le prélèvement public ramené au PIB est en baisse de 5 points par rapport à son niveau du début des années quatre-vingt, soit 15 %. Ce chiffre est inférieur au taux

³ Selon les données de la Banque mondiale, les pays de l'Afrique subsaharienne ont affecté, par exemple, en 1992 et 1997, respectivement 3,1 et 2,3% de leur PNB aux dépenses militaires, soit exactement les mêmes proportions que les pays à hauts revenus.

moyen des pays en voie de développement, qui dépasse 20 %. Cette situation reflète, d'un côté, les difficultés dans la conception et la mise en œuvre des politiques fiscales, qui agissent insuffisamment sur le taux de recouvrement de l'impôt et, de l'autre, une dégradation de la situation des secteurs générateurs de recettes fiscales.

Les solutions consistent, essentiellement, à accroître les capacités institutionnelles des États à lutter contre l'évasion fiscale — notamment à l'encontre du secteur informel « structuré » — et à redéfinir le champ des exonérations. À côté de ces aspects structurels, la réduction de la dette de plusieurs pays de la Zone franc dans le cadre de l'initiative internationale « pays pauvres très endettés – PPTE » doit évidemment être encouragée. En diminuant la dette externe et, partant, la charge de son service, les pays bénéficiaires de cette initiative disposeront de conditions permettant d'en préserver le caractère « soutenable » à moyen terme.

2.2. Trois modalités : absence de coordination *ex ante*, pragmatisme et transparence des décisions

L'absence de coordination ex ante

La crédibilité des politiques monétaire et budgétaire suppose des autorités indépendantes et le respect de deux principes :

- chaque autorité doit appliquer une politique « autosuffisante », au sens où elle ne doit pas compter sur l'aide de l'autre en cas de défaillance, sinon l'une des deux autorités ne sera plus crédible quant à sa volonté de remplir l'objectif qui lui est assigné ;
- l'affectation des instruments aux objectifs est justifiée par le souci d'identifier clairement les responsabilités de chaque autorité, ce qui permet de renforcer sa volonté d'atteindre l'objectif.

Il ne peut donc y avoir de coordination *ex ante* car toute intervention d'une autorité auprès de l'autre au sujet de la politique à suivre constituerait une entorse au principe de « cohérence intertemporelle ». Pour garantir ce principe et, notamment, pour que la politique monétaire ne soit pas affectée par les cycles politiques, les parlements des grandes démocraties ont, pour la plupart, garanti par la loi l'indépendance de la banque centrale.

L'absence de coordination *ex ante* ne signifie pas pour autant que les interactions entre politiques monétaire et budgétaire soient négligées : l'impact des besoins de financement de l'État sur la courbe de rendements, voire sur le taux de change dans le cas de placements auprès de non-résidents, est un paramètre qui est pris en compte par la banque centrale. De même, le ministère des Finances inclut des hypothèses d'évolution de prix et de taux d'intérêt dans sa programmation budgétaire.

Le pragmatisme

Du point de vue de la politique monétaire, le pragmatisme consiste notamment à déterminer la formulation appropriée de l'objectif de stabilité des prix en tenant compte de facteurs internes (inflation passée et/ou anticipée, coût salarial, productivité, prix administrés, etc.) et de facteurs externes (indices de compétitivité prix, demande mondiale, offre et demande d'énergie, etc.). Dans certains cas, il peut sembler souhaitable de ne pas fixer un horizon précis pour l'objectif de stabilité des prix, mais de se placer dans une perspective de « moyen terme » afin que la crédibilité ne soit pas mise à mal par un choc temporaire. Il y a clairement un problème d'arbitrage entre l'horizon de la prévision, le souci de respect des objectifs et l'instauration ou la restauration de la confiance des marchés et des investisseurs dans les intentions des autorités. Le pragmatisme peut aussi expliquer des différences opérationnelles parfois importantes entre pays, alors que le raisonnement sous-jacent est, en fait, invariant.

Du point de vue de la politique budgétaire, les critères garantissant la soutenabilité de la dette peuvent être appréciés dans une perspective statique (critères fixés sur des grandeurs exprimées en termes nominaux) ou dynamique. Si le respect d'une norme nominale est crucial pour des questions de crédibilité, l'évolution vers cette norme est aussi importante. En zone euro, les références bien connues sont, respectivement, de 3 % pour le déficit public et de 60 % pour le ratio vers lequel il doit tendre puisqu'il ne doit pas dépasser le rapport de la dette sur le PIB.

S'agissant de la zone CEMAC, la modification des critères budgétaires en juillet 2001 relève de cette exigence de pragmatisme. Les nouveaux critères budgétaires sont un solde budgétaire primaire positif, une dette publique inférieure à 70 % du PIB, un stock des arriérés apuré à l'horizon 2004. Cet ensemble de règles correspond à un objectif clair et réaliste. Cependant, le non-respect des critères n'est suivi que de recommandations. À terme, leur crédibilité va donc dépendre de l'exigence de chaque État de la zone et de la rigueur de la surveillance mutuelle.

Par ailleurs, selon Deroose et Thiel (2002), le faible développement des marchés financiers et des marchés de titres publics en CEMAC serait la cause d'une transmission des impulsions de politique monétaire plus lente que dans la zone euro. Pour palier cette différence de réactivité, le Conseil d'administration de la BEAC fixe pour chaque État des objectifs d'avoirs extérieurs nets, de croissance des crédits à l'économie et de masse monétaire, en sus d'objectifs de refinancement des banques en cohérence avec les objectifs en matière de croissance économique, d'équilibre extérieur et de finances publiques.

La transparence

Le principe de transparence permet à chaque agent d'être en mesure de s'assurer que l'objectif fixé par les autorités a été respecté ou peut l'être : celui-ci doit être simple, abondamment documenté et facilement vérifiable. Il est, notamment, la

contrepartie naturelle de l’indépendance octroyée aux autorités monétaires et du pouvoir discrétionnaire potentiel dont disposent les autorités budgétaires. De ce fait, l’évaluation de l’objectif doit être fondée sur des principes et méthodes pertinents, robustes et stables, afin de ne pas créer le sentiment d’une manipulation des informations ou d’introduire trop d’incertitude sur la qualité des données.

Pour la politique monétaire, deux types d’informations revêtent une importance particulière :

- la publication, fréquente et régulière, de l’indice des prix, établi par une institution indépendante de la banque centrale. En zone euro, il s’agit de l’indice des prix à la consommation harmonisé — IPCH —, élaboré et publié tous les mois par Eurostat. A cet égard, les initiatives d’Afristat, tendant à la mise en place d’un IPCH en UEMOA depuis 1998, d’une part, et d’un IPCH en cours d’élaboration en CEMAC, d’autre part, doivent être saluées ;
- la diffusion de communiqués et/ou la tenue de conférences de presse à l’issue de chaque réunion des instances monétaires (conseil des gouverneurs, mensuel, en zone euro), et la publication de « bulletins périodiques » à contenu analytique. La nécessité de communiquer pose toutefois le problème de la solidarité des autorités collégiales en charge de la politique monétaire et de la cohérence de leurs déclarations, particulièrement dans le cadre d’une union monétaire. La publication des positions individuelles et des votes nominatifs, par exemple, n’est pas nécessaire à un exposé des arguments en présence et ne va pas sans inconvenient. À son actif, on peut certes noter qu’elle paraît appréciée par les marchés. À son passif, on doit toutefois souligner qu’elle peut nuire à la franchise des débats et à la rapidité de la communication dans la mesure où elle nécessite un travail de réécriture des propos de chacun. Diffusée avec décalage, ne serait-ce que de quelques jours, elle peut brouiller le message des autorités. En outre, elle peut être de nature à mettre les membres du Conseil, à titre individuel, sous la pression d’autres autorités, notamment nationales.

Pour la politique budgétaire, la comptabilité publique doit satisfaire aux normes internationales et être ainsi soustraite aux contingences locales. Les autorités doivent publier dans des délais rapides des informations fiables et peu sujettes à révision sur l’exécution des lois de finances et l’échéancier de la dette publique. Il faut souligner l’importance de la contribution des organismes internationaux (Fonds monétaire international, Banque mondiale, Organisation de coopération et de développement économique) ou régionaux (Commission européenne, Commission de l’UEMOA et Secrétariat exécutif de la CEMAC) pour mener à bien des analyses comparatives, notamment concernant la pression fiscale.

Notons enfin que c’est à des fins de transparence et de respect des règles de marché que la banque centrale ne doit pas consentir d’avance directe à l’État. Le processus engagé de la suppression des avances de la BEAC et de la BCEAO aux États répondra à ces impératifs lorsqu’il sera parvenu à son terme.

3. Enjeux stratégiques et pratiques en union monétaire

3.1. L'enjeu stratégique essentiel est la coordination des politiques budgétaires nationales

Desserrement de la contrainte budgétaire et aléa moral

Le premier enjeu est d'éviter les tentations de faire « cavalier seul » et d'aléa moral, d'autant que l'appartenance à une zone monétaire desserre la contrainte des marchés sur chaque pays pris individuellement. Ce desserrement de la contrainte s'illustre de deux manières :

- sur le marché obligataire, les primes de risque sur les dettes peuvent être peu différenciées d'un pays à l'autre, ce qui peut refléter un degré élevé de convergence, mais peut aussi traduire l'incapacité de juger les conséquences d'une cessation de paiement au sein d'une union monétaire. Ainsi en zone euro, les rendements des emprunts d'État sont devenus très proches les uns des autres malgré des situations budgétaires contrastées et une clause du Pacte de stabilité et de croissance – PSC – selon laquelle la solvabilité d'un État n'est pas contre-garantie par les autres (clause de « *no bail out* »). Dès lors le comportement inapproprié d'un État risque d'élever le niveau d'ensemble des taux d'intérêt de la zone et non la seule prime de risque nationale ;
- sur le marché des changes, les effets d'un manque de discipline budgétaire dans un seul pays sont d'autant plus atténués que ce pays aura une part faible dans le PIB de la zone, les opérateurs prenant en considération les données globales de la zone.

Chocs asymétriques et constitution de marges de manœuvre budgétaires

Le second enjeu est de répondre aux chocs asymétriques, ce qui nécessite de préserver les marges de manœuvre des budgets nationaux.

En effet, la politique monétaire n'a pas vocation à accommoder les chocs asymétriques, car cela la conduirait à « surpondérer », dans la stratégie monétaire, les événements survenant dans un pays donné de l'union monétaire. Ceci nuirait à l'objectif de stabilité des prix qui doit être observé, en moyenne, dans la zone. La dispersion des variations des prix au sein d'une union monétaire reflétant une asymétrie qui n'est pas d'ordre monétaire, doit être traitée par d'autres armes, notamment des politiques structurelles visant à rendre plus flexibles les marchés des biens et services (y compris les services financiers), ainsi que celui du travail.

La coordination des politiques budgétaires nationales en zone euro est organisée par le Pacte de stabilité et de croissance, auquel la Banque centrale européenne — BCE — et l'ensemble des banques centrales nationales, — notamment la Banque de France — apportent un soutien permanent. Le 24 octobre 2002, le Conseil des

gouverneurs de la BCE a ainsi publié un communiqué encourageant les États à assainir leur politique budgétaire à quatre niveaux :

- en réduisant le déficit budgétaire structurel de 0,5 % du PIB par an ;
- en adoptant des hypothèses réalistes en ce qui concerne l'environnement économique national et international ;
- en clarifiant les mesures prises en vue d'atteindre l'ajustement ;
- en adoptant des règles comptables rigoureuses et des procédures strictes de suivi de la mise en œuvre des stratégies d'assainissement.

Ce souci semble également présent en CEMAC, où il est d'autant plus vital que la zone monétaire réunit des pays aux structures plus hétérogènes, susceptibles d'être affectées par des chocs asymétriques (par exemple, à des pays dont les structures des exportations ou dont les taux d'endettement ne sont pas les mêmes). En conséquence, la marge de manœuvre des budgets nationaux doit être augmentée pour absorber ces chocs asymétriques, compte tenu de l'étroitesse de la base fiscale et du poids du service de la dette publique.

3.2. L'enjeu pratique majeur est le maintien d'un dialogue permanent entre autorités indépendantes

S'il existait une coordination *ex ante* entre politiques monétaire et budgétaire, ceci équivaudrait à s'engager à l'avance sur un niveau donné de taux d'intérêt. Cet objectif est irréaliste dans un monde globalisé où prévaut la mobilité des capitaux. Toutefois, même en l'absence de coordination, un dialogue régulier entre autorités monétaires et budgétaires reste essentiel. Ce dialogue s'appuie sur un *corpus* de règles et sur le rôle de nombreuses instances.

Concernant l'Union européenne, les règles budgétaires sont fixées d'abord par les critères de convergence, ensuite, par le PSC.

Conformément au principe de séparation des autorités, c'est la Commission européenne qui veille au respect des critères et du PSC (ce qui n'empêche pas les autorités monétaires de se prononcer comme l'a montré la déclaration du 24 octobre 2002).

Le dialogue entre autorités est organisé à deux niveaux :

- celui des instances communautaires, où discutent les autorités budgétaires et monétaires (le Comité économique et financier, l'Eurogroupe et même le Conseil des gouverneurs de la BCE, où siège notamment le président de l'Eurogroupe) ;
- au niveau national, où les banques centrales de chaque pays exposent la politique monétaire aux gouvernements et devant leur parlement.

Concernant la Zone franc, les règles budgétaires sont fixées par les unions régionales, avec des critères de convergence économiques complémentaires des objectifs fixés dans le cadre de la programmation monétaire. En UEMOA, l'organisation du dialogue économique est assurée par la BCEAO représentée au sein du Conseil des ministres de l'Union, par la concertation entre le gouverneur et les autorités budgétaires au sein des comités nationaux du crédit ainsi que par le rôle de la Commission de l'UEMOA dans le cadre du Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité.

Au sein de la CEMAC, la BEAC est également présente au sein des organes exécutifs régionaux (Conférence des chefs d'État, Comité ministériel de l'UMAC). Avec le secrétariat exécutif de la CEMAC, elle participe au suivi du Programme sous-régional de redressement économique et financier et se concerte avec les autorités budgétaires au sein des comités monétaires et financiers nationaux.

En conclusion, la globalisation financière a fait de la crédibilité du *policy mix* un impératif de l'efficience de ce dernier. Cette crédibilité ne peut être obtenue qu'en affectant à chaque autorité un objectif spécifique : stabilité des prix pour la politique monétaire, soutenabilité de la dette publique pour la politique budgétaire. Le maintien de cette crédibilité suppose en pratique que soient rendus compatibles l'absence de coordination *ex ante*, un certain pragmatisme et une très grande transparence. Enfin, au sein des unions monétaires, où les politiques budgétaires nationales doivent, en outre, conserver suffisamment de marges de manœuvre pour répondre aux chocs asymétriques, la discipline budgétaire et l'organisation d'un dialogue permanent entre autorités sont des enjeux majeurs qui conditionnent la réussite du *policy mix*.

Deux points complémentaires, qui reviennent sur le rôle des politiques structurelles, sont à souligner.

- Il ne faut pas surestimer l'impact stabilisateur du *policy mix*, fût-il efficient. Seule une approche structurelle permet de traiter les chocs affectant l'offre, en abaissant le coût du travail, en soutenant l'investissement, en développant ou en améliorant le niveau de formation et, dans une optique plus large, en encourageant une bonne « gouvernance » c'est à dire le respect des objectifs, le contrôle des dépenses publiques et une plus grande transparence dans les actes politiques des gouvernements. En ce qui concerne la Zone franc, c'est non seulement une question de cohérence, mais aussi la conséquence des faibles marges de manœuvre des politiques budgétaire et monétaire.
- La cohérence d'ensemble de la politique économique ne se résume pas au *policy mix*. Elle doit tenir compte des facteurs structurels, notamment la solidité du système bancaire, le degré de développement des marchés financiers, la robustesse des systèmes de paiement et, bien sûr, l'existence d'un cadre juridique et prudentiel approprié et d'un système institutionnel et judiciaire efficace. Ces facteurs structurels sont déterminants pour acquérir et préserver la confiance des investisseurs, résidents et étrangers.

Ce sont toutes ces mesures qui permettront de favoriser les investissements à long terme dont les pays de la Zone franc ont besoin.

On pourrait donc avancer que l'efficience du *policy mix* à l'heure de la globalisation repose sur deux piliers : le premier est celui de la crédibilité des politiques monétaire et budgétaire ; le second, « pilier caché », est la qualité des politiques structurelles allant dans le sens d'un renforcement des « fondamentaux » macroéconomiques et financiers. Ce sont deux conditions essentielles du développement durable.

Bibliographie

- Association d'économie financière (1998), « Le *Policy mix* », Revue d'économie financière, n°45.
- Bhalla, S. (2002), « *Imagine there's no Country : Poverty, Inequality, and Growth in the Era of Globalization* », Institute for International Economics.
- Barro, R.J. and D. Gordon (1983), « *A positive Theory of Monetary Policy in a natural Rate Model* », Journal of Political Economy, vol 91, pp 589-610.
- Bekaert, G. and C. Harvey (2000) « *Foreign Speculators and Emerging Equity Markets* », The Journal of Finance, 55, 562-613.
- Boskin, M., E. Dulberger, E. Griliches, R. Gordon and D. Jorgensen (1996), « *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living* », Final Report to the Senate Finance Committee, December.
- Deroose, S. and M. Thiel (2002), « *Policy mix – A Pre-Condition for Sustainable Public Finance : European Experience and Lessons for CEMAC* », European Commission, mimeo.
- ECB (2001), « *The Monetary Policy of the ECB* », Frankfurt am Main.
- Feldstein, M. (1999), « *Self Protection for Emerging Market Economies* », NBER Working Paper, n°6907.
- Fève, P. et P.-Y. Hénin (1998), « Une évaluation économétrique de la soutenabilité de la dette extérieure des pays en développement », Revue économique, vol.49, n°1, 75-86.
- Henry, P. (2000), « *Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices* », The Journal of Finance, 55, 529-564.
- Kydland, F. E. et E. Prescott, (1977), « *Rules rather than Discretion: The Time Inconsistency of Optimal Plans* », Journal of Political Economy, 85:473-490.
- Lucas, R.E. Jr. (1976), « *Econometric Policy Evaluation: A Critique* », in K. Brunner and A. Meltzer (eds), The Phillips Curve and Labor Markets, Vol. 1 of Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, North Holland, Amsterdam, 19-45.
- Mundell A. Robert (1963) « *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates* », The Canadian Journal of Economics and Political Science, XXIX, n° 4, 475-485.
- Ravallion, M. (2000), « *On Decomposing Changes in Poverty into Growth and Redistribution Components* », Journal of Quantitative Economics 16(1) : 105-118.
- Ravallion, M. (2002), « *Have we Already Met the Millennium Development Goal for Poverty?* », World Bank, mimeo.

Sargent, T. and N. Wallace (1981), « *Some unpleasant monetarist arithmetic* », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Fall, pp 1-17.

Schmukler S.L. and P. Zoido-Lobatòn (2001), « *Financial globalisation: opportunities and challenges for developing countries* », World Bank, mimeo.

Shapiro, M. and D. Wilcox (1996), « *Mis-measurement in the consumer price index: an evaluation* », NBER Working Paper, n° 5590.

Stiglitz, J.E. (2000), « Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability », World Development vol.28, 6, 1075-1086.

World Bank (2002a), « *World Development Report* », World Bank, Washington DC.

World Bank (2002b), « *Globalization, growth and poverty* », World Bank, Washington DC.

Annexe 1**Besoins de développement et urgences des réformes structurelles**

Les chiffres de quelques indicateurs macroéconomiques sur la période récente soulignent l'importance et l'urgence des réformes structurelles en Afrique subsaharienne :

- entre 1980 et 1998, la consommation par tête a reculé en moyenne de 1,2 % en Afrique subsaharienne (sous les effets combinés d'une forte croissance de la population et d'une relative atonie de la production) alors qu'elle a augmenté, respectivement, de 2,6 % en Asie du Sud et 5,6 % en Asie de l'Est et dans le Pacifique ;
- en 1999, alors que la population de l'Afrique subsaharienne représentait environ 11 % de la population mondiale, son poids, en termes de PNB, était seulement de 1,1 %.
- de 1990 à 1998, les dépenses de santé ont représenté 1,5 % du PIB en Afrique subsaharienne contre 3,1 % dans les pays à revenus moyens ou 6,2 % dans les pays à hauts revenus. On peut faire des remarques similaires sur les dépenses de formation ;
- autre fait marquant, l'Afrique subsaharienne est la seule région où l'espérance de vie a baissé de manière significative au cours des dernières décennies en raison, entre autres, de l'apparition ou de la persistance de diverses pandémies et des conflits armés.

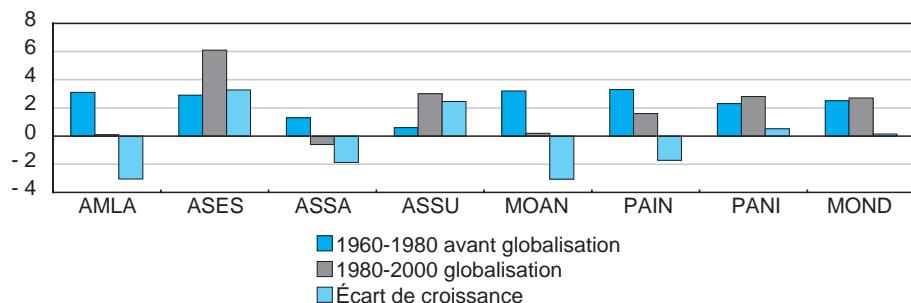
Annexe 2**Globalisation financière et disparités régionales**

Il convient de tenir compte des disparités régionales en termes de positionnement dans les phases de développement, notamment des marchés financiers. En retenant le revenu par tête comme indicateur de bien-être et en supposant de manière un peu arbitraire que la dernière vague de globalisation financière a commencé au début des années quatre-vingt — Bekaert et Harvey (2000), Henry (2000) — on peut, avec les précautions d'usage sur la fiabilité des chiffres — voir Bhalla (2002) —, rappeler les éléments suivants, illustrés par les graphiques ci-après :

- l'économie mondiale semble globalement tirer profit de la globalisation, au sens où le taux de croissance de l'indicateur retenu est légèrement plus élevé sur la période 1980-2000 que sur celle 1960-1980 (2,7 %, contre 2,5 % en moyenne) ;
- l'Asie de l'Est apparaît comme le principal bénéficiaire en affichant un taux de croissance pour la période 1980-2000 (6,1 %) deux fois supérieur à celui de la période 1960-1980 (2,9 % pour l'Asie de l'Est et 0,6 % pour l'Asie du Sud) ;
- en revanche, entre 1980 et 2000, l'Amérique latine ainsi que les pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord ont affiché des taux de croissance faibles, significativement inférieurs au taux qui prévalait sur la période 1960-1980 (3,1 % et 3,2 %) ;
- en Afrique subsaharienne enfin, le taux de croissance correspondant à la période 1980-2000 est non seulement plus faible que celui de la période précédente (qui était faible, mais positif), mais de plus négatif (- 0,6 %). Toutefois, en fin de période (1995-2000), le taux de croissance annuel moyen du revenu par tête est redevenu positif, de façon plus marquée en Zone franc (1,6 %) qu'en Afrique considérée globalement (1 %).

Taux de croissance moyen du revenu annuel par tête

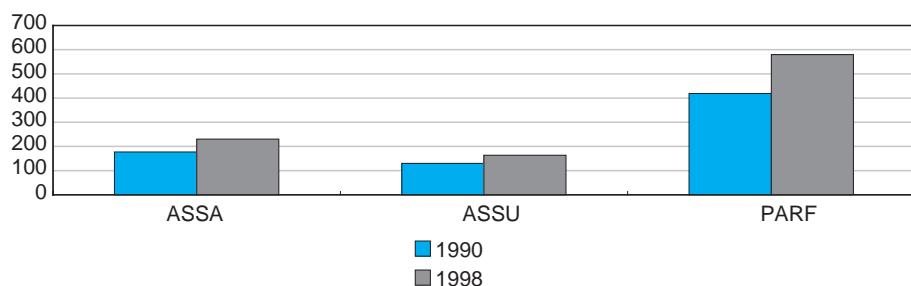
(en %)



Source : Bhalla (2002)

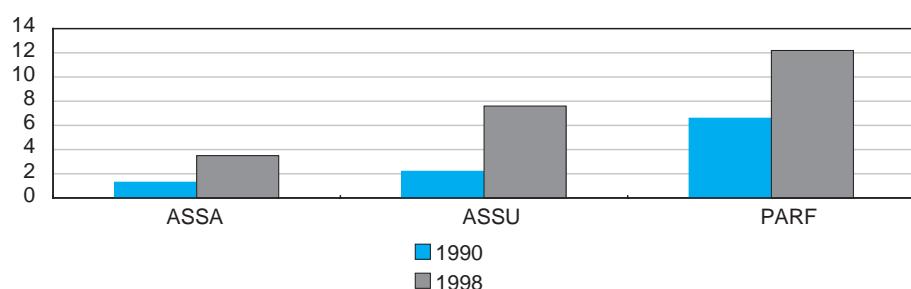
Dette extérieure

(en milliards de dollars)



Flux net de capitaux privés

(en milliards de dollars)



AMLA : Amérique latine

ASES : Asie de l'Est

ASSA : Afrique subsaharienne

ASSU : Asie du Sud

MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord

MOND : Monde

PAIN : Pays industrialisés

PANI : Pays non industrialisés

PARF : Pays à revenus faibles

Source : Banque mondiale (indicateurs du développement dans le monde)

Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro : une synthèse des résultats

Cet article propose une synthèse des résultats des estimations d'une fonction de demande de monnaie de la zone euro dans le cadre d'un système multivarié. Une relation de long terme pouvant s'identifier à une fonction de demande de monnaie est tirée de cette analyse. Plus précisément, conformément à la théorie quantitative de la monnaie, la fonction de demande de monnaie de la zone peut être écrite sous la forme d'une équation de vitesse de circulation de la monnaie dans laquelle la variable d'inflation n'apparaît pas.

Outre la significativité des paramètres de taux d'intérêt, on note la présence d'un fort effet « revenu ». Même si l'hypothèse d'élasticité unitaire du PIB est acceptée, son interprétation doit être nuancée car les choix des données et de la période d'estimation sont déterminants dans l'orientation des conclusions, comme le montrent les comparaisons de ces résultats avec ceux d'autres études récentes, effectuées notamment à la Banque centrale européenne (BCE).

La relation de long terme sert de base à une évaluation de l'écart d'encaisses réelles qui indique un excès de liquidité sur la période récente.

Cette note de synthèse reprend les principaux résultats des travaux réalisés dans le cadre du réseau « Conditions monétaires et demande de monnaie ». Les résultats détaillés relatifs à chacune des parties ont fait l'objet de notes spécifiques citées en référence de cette synthèse. L'étude est structurée en six parties : les modèles, les données, les résultats, une comparaison avec d'autres travaux, une mesure de l'écart d'encaisses réelles, mettant en évidence un excès de liquidité sur le période récente, et les conclusions.

Sanvi AVOUYI-DOVI
Awa DIOP¹

Elisabeth-Claire FONTENY
Emmanuel GERVAIS
Pascal JACQUINOT
Jean-Stéphane MÉSONNIER
Jean-Guillaume SAHUC

Réseau « Conditions monétaires et demande de monnaie »

NB : Le réseau « Conditions monétaires et demande de monnaie » est un groupe de travail, interne à la Banque de France, rassemblant des experts rattachés à différentes unités administratives.

¹ Stagiaire de longue durée au Centre de Recherche de la Direction générale des Études et des Relations internationales au moment de l'étude

1. Les modèles

1.1. Le modèle de base

La fonction de demande de monnaie retenue dans les études empiriques s'écrit sous la forme générale suivante (Ericsson, 1999) :

$$\frac{M}{P} = g(Y, R)$$

où M désigne l'agrégat monétaire en termes nominaux, P représente un déflateur, Y est un vecteur de variables d'échelle en termes réels (revenu, transactions, richesse, etc.) et R est un vecteur de coûts d'opportunité (taux alternatifs au taux de rendement de la monnaie, écarts de taux, etc.). Cette forme de la fonction de demande de monnaie se réfère à la fois à l'approche par les transactions et à celle par le motif de spéculation. Plusieurs spécifications découlent de la fonction précédente, mais la plus fréquemment utilisée dans les études empiriques est la forme semi-logarithmique linéaire :

$$m_t - p_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t - \alpha_2 R_t + \varepsilon_t$$

où les variables en minuscules représentent les logarithmes des variables précédentes ; α_1 et α_2 sont des paramètres inconnus supposés positifs et ε_t un terme d'erreur.

Une variante de la spécification précédente, tirée de la maximisation d'une fonction d'utilité intertemporelle, a été proposée par Stracca (2001) qui obtient l'équation suivante :

$$m_t - p_t = k + \phi_1 c_t - \phi_2 (R_t^w - R_t^m) + \varepsilon_t$$

avec c_t , R_t^w et R_t^m représentant, respectivement, le logarithme de la consommation, le rendement des placements alternatifs et le rendement de la monnaie ($R_t^w > R_t^m$). Les paramètres inconnus ϕ_i sont supposés positifs. Pour l'estimation de la demande de M1 dans la zone euro, Stracca (2001) a repris, en l'amendant, la fonction de demande de monnaie proposée par Ashworth et Evans (1998) et qui s'écrit :

$$m_t - p_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t + \alpha_2 (R_t^w - R_t^m)^{-1} + \varepsilon_t$$

Cette dernière approche se distingue des deux précédentes, entre autres, par la non-linéarité introduite via l'inverse du coût d'opportunité. D'autres spécifications, notamment celle désignée sous le terme de double logarithmique (voir l'expression ci-dessous) sont également disponibles et parfois utilisées :

$$m_t - p_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t - \alpha_2 R_t + \varepsilon_t$$

Lorsque $\alpha_1 = 1$, la relation s'interprète comme une équation de vitesse de circulation de la monnaie.

1.2. Le choix des variables des modèles

1.2.1. L'agrégat monétaire

Le choix de la mesure de l'agrégat monétaire est une conséquence des *a priori* théoriques (Goldfeld et Sichel, 1990 ; Sriram, 1999) : pour une approche en termes de portefeuille, on privilégie, en général, les agrégats larges ; dans une analyse de la fonction d'intermédiaire des transactions, on retient plutôt un agrégat étroit. Toutefois, c'est l'agrégat large M3, qui est le plus souvent retenu (Brand et Cassola, 2000 ; Dedola et *alii*, 2000 ; Calza et *alii*, 2001 ; Coenen et Vega, 2001 ; Golinelli et Pastorello, 2001 ; Guéné, 2001). Il en est de même pour l'Union européenne ou pour les pays participants à l'UEM (Fase et Winder, 1999 ; Bordes et *alii*, 2001 ; Lütkepohl et *alii*, 1996 ; Beyer, 1998 ; Hubrich, 1999 ; Lütkepohl et Wolters, 1999 ; Goux, 2000 ; Muscatelli et Spinelli, 2000)².

En revanche, les modèles de demande de monnaie pour M1 estimés pour les pays européens sont rares (Stracca, 2001) alors qu'ils sont souvent appliqués outre-Atlantique (Goldfeld, 1973 ; Boorman, 1976 ; Judd et Scadding, 1982, et Baba et *alii*, 1992). Par ailleurs, l'agrégat intermédiaire M2 est très rarement retenu comme variable expliquée (Artis et *alii*, 1992 ou Monticelli et Strauss-Kahn, 1993).

On peut également mentionner l'existence de travaux fondés sur des agrégats rendant mieux compte de la plus ou moins grande liquidité des diverses composantes de la monnaie (agrégats Divisia, par exemple, Fase et Winder, 1994 ; Fase, 1996). Le choix effectué dans cette étude, celui de M3, s'inscrit plutôt dans la lignée des études empiriques récentes portant sur la zone euro.

1.2.2. Le déflateur

La plupart des travaux récents, sauf notamment Dedola et *alii* (2000) ou Artis et *alii* (1992), retiennent le déflateur du PIB au lieu d'un indice de prix à la consommation comme l'IPCH. De la sorte, c'est le prix du PIB qui sert, à la fois, de déflateur de M3 et de base au calcul de l'inflation. C'est le choix qui est également fait dans cette étude.

1.2.3. La variable d'échelle

Le PIB est la variable d'échelle la plus courante dans les études empiriques, en dépit de ses lacunes connues, notamment les non-prises en compte des transactions intermédiaires et financières, ainsi que des transferts, ou la prise en compte de facteurs ne donnant pas lieu à des transactions (Judd et Scadding, 1982 ; Goldfeld et Sichel, 1990). D'autres variables d'échelle (en flux) ont également été proposées (PNB, consommation, etc.), mais elles ont aussi un caractère partiel. Dans ce domaine, la seule alternative est constituée par des variables de stock (richesse ou revenu permanent, etc.), mais elles ne sont pas toujours aisées à évaluer. Fase et

² Par contraste, dans des contributions souvent plus anciennes, certains auteurs effectuent sur données nationales une modélisation pour chacun des agrégats M1, M2 et M3 (Bordes et Strauss-Kahn, 1989, pour la France ; Ripatti, 1994, pour la Finlande) avant de privilégier une de ces mesures. Pour une revue de modèles européens nationaux de demande de monnaie M3, on pourra se reporter à Browne *et alii* (1997).

Winder (1999), par exemple, mettent en évidence une influence significative de la richesse sur la demande de M2 et de M3, mais pas sur M1. En contrignant à un la somme des élasticités revenu et richesse dans leur équation de demande de M3 pour l'UEM, ils obtiennent une élasticité de l'ordre de 2/3 pour le revenu et de 1/3 pour la richesse³. Toutefois, c'est le PIB qui demeure la variable d'échelle la plus largement utilisée, en raison de sa plus grande accessibilité.

1.2.4. Le coût d'opportunité

Le coût d'opportunité de la détention d'encaisses monétaires est composé de deux éléments dont les choix sont liés aux sous-jacents théoriques (Sriram, 1999). Il s'agit du taux représentant le rendement d'un actif alternatif à la monnaie et du taux de rendement intrinsèque de la monnaie. Ainsi, l'hypothèse de la nullité du coefficient du taux de rendement intrinsèque est parfois acceptée pour M1 — Ball (2001) l'accepte, tandis que Stracca (2001) la rejette —, mais elle semble excessive pour M3. Toutefois, de nombreux auteurs retiennent un seul taux d'intérêt dans leur équation de demande de monnaie de long terme. C'est notamment le cas dans plusieurs études consacrées à l'Union européenne ou à la zone euro (Fagan et Henry, 1999 ; Brand et Cassola, 2000).

1.2.5. Les autres variables explicatives

L'inflation apparaît comme une variable explicative potentielle de la demande de monnaie. Toutefois, elle ne fait pas l'unanimité quant à la pertinence de sa sélection comme facteur explicatif intervenant dans la relation de long terme : Guéné (2001) et Coenen et Vega (2001) la retiennent dans l'ensemble de leurs variables explicatives, tandis que Golinelli et Pastorello (2001) l'en éliminent. En outre, dans le cadre d'une analyse de l'agrégat étroit, des tentatives de prise en compte de l'innovation financière ont été opérées (Goldfeld et Sichel, 1990 ; Henry et Sicsic, 1994 ; Ireland, 1995). Leur transposition au cas d'une demande de monnaie M3 n'est pas aisée. Nous y avons renoncé ici. Notons enfin que l'attention se porte parfois, dans une perspective de choix de portefeuilles internationaux, sur un éventuel impact de la mobilité internationale des capitaux sur la demande de monnaie. Ceci peut se traduire par l'introduction d'un taux de change effectif ou par la prise en compte des prix des actifs dans l'équation (McNown et Wallace, 1992 ; Arize et Shwiff, 1993 ; Ericsson et Sharma, 1998). Il nous a paru prématûr de retenir cette option dans cette étude.

Finalement, c'est la spécification la plus générale de la fonction de demande de monnaie qui est privilégiée ici. On retient, outre le PIB réel et l'inflation, le taux de rendement intrinsèque de M3 (variable retenue dans les travaux empiriques les plus récents), le taux d'intérêt à 3 mois et le taux d'intérêt à 10 ans des obligations d'État. Cette spécification générale permet de tester, entre autres, l'égalité ou la nullité des coefficients des coûts d'opportunité de manière directe.

³ En estimant une équation de demande de monnaie pour l'Allemagne réunifiée, Gerdesmeier (1996) obtient également une relation de long terme stable avec un effet significatif pour la richesse.

2. Les données

2.1. Le choix des données

Analyser un comportement sur une zone monétaire exige une réponse à la question suivante : doit-on travailler sur des séries agrégées correspondant à l'entité globale ou agréger les équations individuelles estimées sur chacun des pays membres de la zone ? Deux problèmes sont alors à prendre en compte (Dedola et *alii*, 2000) : celui provenant d'un biais d'agrégation, qui résulte des conditions d'agrégation, et celui correspondant à un biais de spécification, qui pénalise les équations par pays lorsqu'il y a substitution entre devises au sein de la zone.

Dans un cadre général, Pesaran et Smith (1995) montrent que les estimations de modèles dynamiques appliqués aux séries agrégées ne sont pas satisfaisantes. En conséquence, ils préconisent de retenir la moyenne des estimateurs individuels comme les estimateurs du modèle de l'ensemble de la zone. Il n'est, cependant, pas certain que ce diagnostic général s'applique dans le cas des équations de demande de monnaie. Dedola et *alii* (2000) ont montré que les équations par pays peuvent contenir une information pertinente pour la politique monétaire. Ainsi, en cas d'absence de substitution entre devises, l'agrégation d'équations estimées séparément par pays peut être souhaitée. Par ailleurs, selon ces mêmes auteurs, la dynamique résultant de cette agrégation est très proche de celle du modèle estimé sur séries agrégées.

Les auteurs de cet article ont néanmoins opté pour le modèle estimé sur des données agrégées de la zone, suivant en cela les conclusions de Monticelli et Papi (1996) ou Fagan et Henry (1999) dont les travaux consacrés à la zone euro concluent, en général, à l'absence de biais d'agrégation, les erreurs de prévision du modèle agrégé étant inférieures à celles correspondant aux équations par pays. En outre, nous avons retenu des données trimestrielles, disponibles depuis le premier trimestre 1980.

2.2. Les données de la sphère réelle

Deux sources de données sont disponibles : l'une venant de la BCE⁴, l'autre disponible sur le site de Beyer, Doornik et Hendry (BDH, Beyer et *alii*, 2001). La spécificité des séries BDH vient, entre autres, de leur mode de rétropolation (Diop et *alii*, 2002). C'est le PIB réel de la source BDH qui a été privilégié, en raison de son mode de construction (agrégation avec des pondérations variables) et de la longueur de sa période de disponibilité, les séries BCE ne commençant que depuis 1990 (contre 1980 pour BDH). Le taux d'inflation (également de source BDH) a été calculé comme la différence première du logarithme du déflateur du PIB. Ces séries sont corrigées des variations saisonnières (cvs). Au-delà du deuxième trimestre 1998, les valeurs du PIB et du déflateur du PIB sont celles données respectivement par Eurostat et la BCE.

⁴ Les variables réelles sont de source Eurostat, mais la BCE a traité en particulier le déflateur du PIB.

2.3. Les données monétaires et financières

La BCE a proposé plusieurs séries de M3 se distinguant selon la nature du retraitement réalisé : corrections liées à la réunification allemande, aux titres négociables détenus par les non-résidents, etc. (BCE, 2001, et 2003). La série utilisée est celle, cvs, publiée par la BCE depuis la fin novembre 2001, de laquelle sont exclus les placements des non-résidents en titres courts émis par les institutions financières et monétaires (IFM), c'est-à-dire les parts d'OPCVM monétaires, les titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les certificats de dépôts. L'agrégat M3 est disponible en fréquence mensuelle depuis janvier 1980 et a été trimestrialisé en prenant la valeur moyenne des encours mensuels sur un trimestre.

Les séries de PIB et de déflateur présentent une rupture au premier trimestre 2001, due à l'intégration de la Grèce. Si cette rupture s'explique aisément pour le PIB, l'évolution du déflateur est, en revanche, plus difficile à justifier. L'agrégat M3 connaît la même rupture car la BCE a corrigé le flux, mais pas l'encours.

Les taux d'intérêt de court et long termes fournis par la BCE (2003) débutent en janvier 1994. Ils sont trimestrialisés en prenant la valeur moyenne des taux sur un trimestre puis rétropolés grâce aux taux calculés par Brand et Cassola (2000), Calza et alii (2001) et Stracca (2001). Ces derniers sont mesurés comme des moyennes des taux de la zone euro, à 11 pays membres, en utilisant les pondérations du PIB à la parité du pouvoir d'achat (PPA, base 1995).

Le taux intrinsèque a été calculé à la Banque (Diop et alii, 2002). Il est défini comme la moyenne, pondérée par les encours, du rendement des composantes de M3 (billets en circulation, dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois, pensions, certificats de dépôts, parts d'OPCVM monétaires, titres de créances négociables d'une durée initiale inférieure à deux ans, voir premier encadré).

Point sur les facteurs pris en compte dans le calcul du taux intrinsèque

Pour les taux créditeurs, des informations harmonisées, dans des conditions comparables à celles du bilan monétaire au niveau de la zone euro, ne seront disponibles qu'à compter de la date de mise en œuvre du règlement de la BCE sur les taux d'intérêt (début 2003). Pour l'heure, la BCE se fonde sur les travaux réalisés en 1998 sous l'égide du Comité des Statistiques (STC) de l'Eurosystème, qui ont permis de définir des procédures assurant une homogénéité minimale des informations transmises mensuellement à la BCE en ayant recours aux statistiques existantes dans les banques centrales nationales (BCN) et, le cas échéant, à des estimations. Les rendements des produits suivants sont disponibles :

- dépôts à vue ;*
- dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ;*
- dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à deux ans.*

Ces taux correspondent à la moyenne pondérée des taux déclarés par les BCN avec des poids correspondant à ceux des IFM de chacun des pays dans le total de la zone. Toutefois, ils ne sont disponibles qu'à compter de l'échéance de janvier 1990 et ne couvrent pas tous les pays.

.../...

.../...

Un travail d'estimation est donc nécessaire pour combler les lacunes du dispositif statistique. Calza et alii (2001) procèdent de la manière suivante :

- pour les instruments inclus dans M3-M2, les taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire sont supposés être représentatifs des rendements.
- le taux de rendement interne de M3 pour la période 1980-1990 correspond à la moyenne pondérée des rendements des contributions nationales de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne, calculés à partir des informations de la base de données de la Banque des règlements internationaux (BRI) (ci-après dénommé taux de M3 source BRI). Les poids sont dérivés de la part de chaque pays dans le panier de devises incluses dans l'ECU. En conséquence, le poids de l'Espagne est considéré comme nul pour les échéances antérieures à son entrée dans le mécanisme de change européen en octobre 1989. Le taux de M3 source BRI présente, après 1990, un profil identique à celui du taux de M3 source BCE, mais avec une différence en niveau. Ce taux BRI est multiplié par un coefficient égal au rapport entre cette série et le taux BCE du début 1990.

Il a été jugé utile d'amender la méthode exposée ci-dessus sur les points suivants :

- l'examen des données disponibles sur l'évolution des rendements des OPCVM monétaires montre que, au moins en France, il existe un décalage entre l'évolution de ces rendements et celle des taux de marché. On a donc préféré affecter leur véritable rendement aux encours de parts d'OPCVM françaises ;
- il paraît excessif de retenir une méthode de pondération qui aboutit à exclure un pays de l'importance de l'Espagne pour la plus grande partie de la période antérieure à 1990. Par ailleurs, l'utilisation d'une structure de pondération différente de celle employée implicitement pour M3 est de nature à induire des effets difficiles à cerner. En conséquence, la structure de poids de M3 a été appliquée pour l'ensemble de la période (encours brut corrigé des placements des non-résidents en titres inclus dans M3-M2) ;
- on trouve dans les bases de la BCE, au moins pour la France, l'Allemagne et l'Espagne, des séries de taux des dépôts à vue, des dépôts à terme à moins de deux ans et des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois au format défini en 1998 par le Système européen de banques centrales (SEBC) qui commencent sinon en 1980 du moins entre 1980 et 1990. Ces séries ont été rétropolées jusqu'au début de 1980 à partir des données de la BRI. Pour l'Italie, la reconstitution s'applique avant 1995, toujours à partir de la base BRI.

Entre 1990 et 2002, le taux intrinsèque de M3, calculé comme la moyenne des taux des contributions à M3 des quatre plus grands pays de la zone euro (France, Italie, Espagne, Allemagne) et rétropolé par le réseau, est très proche de celui retenu par la BCE pour l'ensemble de la zone (moyenne des écarts égale à trois points de base avec un écart type de dix points de base). Par ailleurs, l'évaluation retenue présente l'avantage de commencer en 1980.

3. Les résultats empiriques

3.1. Bref point méthodologique

On a de plus en plus recours à l'utilisation combinée des modèles à correction d'erreur et de la cointégration pour étudier la fonction de demande de monnaie (Avouyi-Dovi et *alii*, 2002a). Comme on l'a déjà signalé, l'équation de demande de monnaie peut être écrite en univarié sous une forme semi-logarithmique :

$$m_t - p_t = \gamma_0 + \gamma_1 y_t + \gamma_2 rrown_t + \gamma_3 rct_t + \gamma_4 rlt_t + \gamma_5 \pi_t + \varepsilon_t$$

où m_t est le logarithme du stock de monnaie à la période t , p_t le logarithme du déflateur d'une composante de la demande ou du PIB, π_t le taux d'inflation, y_t le logarithme du PIB réel, $rrown_t$, rct_t et rlt_t sont respectivement le taux d'intérêt intrinsèque, les taux d'intérêt nominal de court et long termes, et enfin ε_t un terme d'erreur. Les γ_i sont les paramètres à estimer ($\gamma_1 > 0$, $\gamma_2 < 0$, $\gamma_3 < 0$, $\gamma_4 < 0$, $\gamma_5 < 0$).

Dans les développements les plus récents, le modèle prend la forme d'un système, le modèle vectoriel à correction d'erreur (*Vectorial Error Correction Mechanism*, VECM), dans lequel on teste le nombre de relations structurelles entre les différentes variables du modèle. Sur la base de la précédente représentation, ce système s'écrit :

$$\Delta \begin{pmatrix} m_t - p_t \\ y_t \\ rrown_t \\ rct_t \\ rlt_t \\ \pi_t \end{pmatrix} = \Gamma_1 \Delta \begin{pmatrix} m_{t-1} - p_{t-1} \\ y_{t-1} \\ rrown_{t-1} \\ rct_{t-1} \\ rlt_{t-1} \\ \pi_{t-1} \end{pmatrix} + \dots + \Gamma_p \Delta \begin{pmatrix} m_{t-p} - p_{t-p} \\ y_{t-p} \\ rrown_{t-p} \\ rct_{t-p} \\ rlt_{t-p} \\ \pi_{t-p} \end{pmatrix} + BA' \begin{pmatrix} m_{t-1} - p_{t-1} \\ y_{t-1} \\ rrown_{t-1} \\ rct_{t-1} \\ rlt_{t-1} \\ \pi_{t-1} \end{pmatrix} + \varepsilon_t$$

On note que, dans certaines études, un écart de taux remplace deux taux d'intérêt et que le taux de référence de la politique monétaire peut être le taux intrinsèque (Stracca, 2001 ; Calza et *alii*, 2001) ou le taux d'intérêt à court terme de marché (Coenen et Vega, 2001 ; Brand et Cassola, 2000).

C'est la procédure de Johansen qui est mise en œuvre pour tester la présence et le nombre de relations de cointégration du système (voir second encadré). Pour ce qui concerne la zone euro, il n'y a pas de consensus sur le nombre de relations de cointégration tirées du système précédent : Brand et Cassola (2000) ainsi que Coenen et Vega (2001) retiennent trois relations de cointégration tandis que Calza et *alii* (2001) n'en identifient qu'une seule. Par ailleurs, on peut effectuer des tests additionnels de restrictions, par exemple tester l'hypothèse d'une valeur unitaire de l'élasticité de la demande de monnaie au revenu, ce qui permet d'écrire la fonction de demande de monnaie comme une équation de vitesse de circulation. Rappelons que dans la spécification retenue (séparation des motifs de transaction et de spéculation), cette hypothèse correspond au cadre d'analyse de la théorie quantitative de la monnaie.

3.2. Estimations et simulations

Les performances moyennes des estimations effectuées dans un cadre univarié, notamment en simulations, ont conduit à privilégier ici la seule approche multivariée (Avouyi-Dovi et *alii*, 2002b). En outre, ce cadre permet de pallier la description incomplète de la dynamique inhérente à l'approche univariée et de tester par exemple la contrainte à l'unité de l'élasticité de la demande de monnaie au revenu. C'est une analyse multivariée de type VECM qui est mise en œuvre. La méthode d'estimation est celle de Johansen, présentée dans le second encadré.

Méthode de Johansen

Le VAR (Vector Auto-Regression) est une extension à plusieurs variables (multivariée) de l'approche développée par Box et Jenkins. Chaque variable est expliquée non seulement par son propre passé comme dans le cas d'un AR traditionnel, mais également par le passé des autres variables du système. Un VAR d'ordre p appliqué au cas d'un système de dimension n s'écrit :

$$Z_t = \Phi_1 Z_{t-1} + \Phi_2 Z_{t-2} + \dots + \Phi_p Z_{t-p} + \varepsilon_t$$

$$\text{avec } Z_t = \begin{pmatrix} Z_t^1 \\ Z_t^2 \\ \vdots \\ Z_t^n \end{pmatrix}; \Phi_i = \begin{pmatrix} \varphi_{1,1}^i & \varphi_{1,2}^i & \dots & \varphi_{1,n}^i \\ \varphi_{2,1}^i & \ddots & & \vdots \\ \vdots & & \ddots & \vdots \\ \varphi_{n,1}^i & \dots & \dots & \varphi_{n,n}^i \end{pmatrix}; \varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_t^1 \\ \varepsilon_t^2 \\ \vdots \\ \varepsilon_t^n \end{pmatrix}.$$

Du point de vue de l'analyse économique, le principal défaut du VAR est son caractère « boîte noire », c'est-à-dire l'absence de relation explicite entre ses composantes : il s'agit plutôt d'un outil de prévision. La méthode de Johansen (1988, 1991) permet de tester l'existence et le nombre de relations de cointégration entre les variables du système. En cas de cointégration, les combinaisons linéaires stables entre les variables cointégrées sont représentées par la forme $A'Z_t$ où A' est une matrice de dimension (r, n) contenant les r relations de cointégration. Chaque colonne de A correspond à un vecteur cointégrant. Par ailleurs, après reparamétrisation, tout VAR peut être réécrit :

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_p \Delta Z_{t-p} + \Gamma_0 Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

Si une ou plusieurs relations de cointégration sont présentes dans ce VAR, ce dernier s'écrit donc :

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_p \Delta Z_{t-p} + B A' Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

où B est la matrice des coefficients des termes à correction d'erreur, soit encore :

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_p \Delta Z_{t-p} + B w_{t-1} + \varepsilon_t$$

c'est-à-dire la représentation multivariée à correction d'erreur (VECM) où $w_t \equiv A' Z_{t-1}$ est la matrice des écarts des variables à leurs cibles ou plus généralement :

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_p \Delta Z_{t-p} + B w_{t-1} + \Psi \xi_t + \varepsilon_t$$

avec ξ_t un vecteur de variables exogènes.

.../...

.../...

La procédure de Johansen consiste à tester si le VAR peut être mis sous la forme précédente, c'est-à-dire à tester si la matrice Γ_0 peut être décomposée sous la forme BA' avec B et A représentant respectivement les matrices des vitesses d'ajustement et des vecteurs cointégrants. La dimension de A' indique le nombre de relations de long terme dans le système ($0 \leq r \leq n$). L'absence de relations stables (Γ_0 est une matrice nulle ou $r = 0$) indique que le VAR doit être écrit en différence (sans long terme). De même, lorsqu'il y a autant de relations stables que de variables (Γ_0 est une matrice de plein rang ou $r = n$), toutes les variables sont stationnaires et le VAR s'écrit en niveau. Cette méthode permet de tester la présence de plusieurs relations de cointégration. La méthode de Johansen est, avant tout, une méthode d'estimation (maximum de vraisemblance à information complète) et, contrairement au cas univarié, permet de tester des contraintes de long terme : tests sur les vitesses d'ajustement (sur la matrice B) ou tests sur les paramètres de la relation de cointégration (sur la matrice A').

De ce fait, outre l'analyse des propriétés des séries (tests de stationnarité), l'étude empirique présentée dans cette synthèse actualise les résultats de l'approche multivariée. La démarche retenue suit trois étapes : la recherche de relations de long terme (tests de cointégration), l'estimation du modèle dynamique de court terme et les simulations des relations.

3.2.1. L'étude des propriétés statistiques

De l'étude de la stationnarité des séries réalisée grâce aux tests de Dickey et Fuller (DF) ou de Dickey Fuller augmenté (ADF), résumée dans le tableau 1 (période 1987 : 1- 2002 : 1), on déduit que l'ensemble des variables sont intégrées d'ordre un. Dans le cas de l'inflation, la faible puissance des tests ne permet pas de savoir de manière précise si elle est stationnaire autour d'une tendance ou I(1). Dans la suite de l'étude, elle est supposée I(1).

Tableau 1
Propriétés statistiques des séries

Séries	Ordres d'intégration	Statistiques de test
m_t	I(1) + t	- 5,306 [ADF]
y_t	I(1) + t	- 5,379 [ADF]
$rown_t$	I(1)	- 3,707 [ADF(4)]
rct_t	I(1)	- 4,626 [ADF]
rlt_t	I(1)	- 4,340 [ADF(3)]
π_t	I(0) + c + t	- 4,044 [ADF]

t : Tendance
c : Constante

3.2.2. Relations de long terme et estimations

La période d'estimation a été définie de manière pragmatique sur la base d'un arbitrage entre la taille de l'échantillon et la qualité des ajustements⁵. Elle va du premier trimestre 1987 au premier trimestre 2002. Les critères d'information usuels, comme Akaike (AIC), Schwarz (SC), Hannan-Quinn (HQ), indiquent un nombre

⁵ Comme on le verra plus loin dans la quatrième partie, un écart important et difficile à interpréter (par manque d'information) apparaît, au début des années quatre-vingt, dans l'évolution des séries rétropolées (le déflateur du PIB par exemple) tirées des différentes sources. Les points correspondant à cette sous-période de l'échantillon ont donc été éliminés.

de retards compris entre un (HQ, SC) et quatre (AIC). Dans un souci de parcimonie, ce nombre est fixé à deux.

Le test de rapport de vraisemblance (voir tableau 2) indique la présence de deux relations de cointégration au seuil de 5 %. L'identification de chacune des relations s'effectue par des tests de contraintes sur les coefficients de long terme et sur les termes de rappel. La première relation de long terme représente ainsi une demande de monnaie alors que la seconde, qui relie taux d'intérêt de long terme et taux d'inflation, s'interprète comme une équation de Fisher : $\pi_t = \beta_0 + \beta_1 rlt_t$. Ces deux relations sont représentées sous des formes normalisées dans les tableaux 3 et 4⁶. Les résultats se situent entre ceux de Brand et Cassola (2000) et Coenen et Vega (2001) (3 relations) et celui de Calza et *alii* (2001) (1 relation), mais une modification sensible de la période d'estimation entraîne une augmentation du nombre de relations d'intégration (voir Avouyi-Dovi et *alii*, 2002b).

Tableau 2
Statistiques du test de la trace

Valeur propre	Rapport de vraisemblance	Valeur critique à 5 %	Valeur critique à 1 %	Nombre de relations de cointégration
0,527	112,98	102,14	111,01	Aucune **
0,334	77,31	76,07	84,45	Au plus 1 *
0,302	52,50	53,12	60,16	Au plus 2
0,195	30,54	34,91	41,07	Au plus 3
0,145	17,30	19,96	24,60	Au plus 4
0,120	7,77	9,24	12,97	Au plus 5

*, ** rejet de l'hypothèse aux seuils de, respectivement, 5 % et 1 %

Tableau 3
Équation de demande de monnaie

Variables	Coefficients
cst	1,297
y_t	1,000
$rown_t$	0,063
rct_t	- 0,039
rlt_t	- 0,020

Tableau 4
Relation de Fisher

Variables	Coefficients
cst	- 0,363
rlt_t	0,502

Test de restrictions (LR) : Chi-deux(12) = 15,875 [0,197]

L'élasticité unitaire du revenu à la demande de monnaie a également été testée. Contrairement aux résultats obtenus dans le cas univarié (Avouyi-Dovi et *alii*, 2002b), les tests permettent d'accepter, au seuil de 5 %, l'hypothèse d'une élasticité unitaire du PIB à la demande de monnaie. Notons que l'ensemble des contraintes est accepté autour de 20 %, niveau qui se situe dans la zone traditionnelle de non-rejet de ce type de tests. Les résultats obtenus dans le cadre multivarié apparaissent ainsi plus intéressants du point de vue tant économique que statistique : les hypothèses théoriques sous-jacentes ne sont pas rejetées par les données et la demande de monnaie peut donc être réécrite comme une équation de vitesse de circulation de la monnaie.

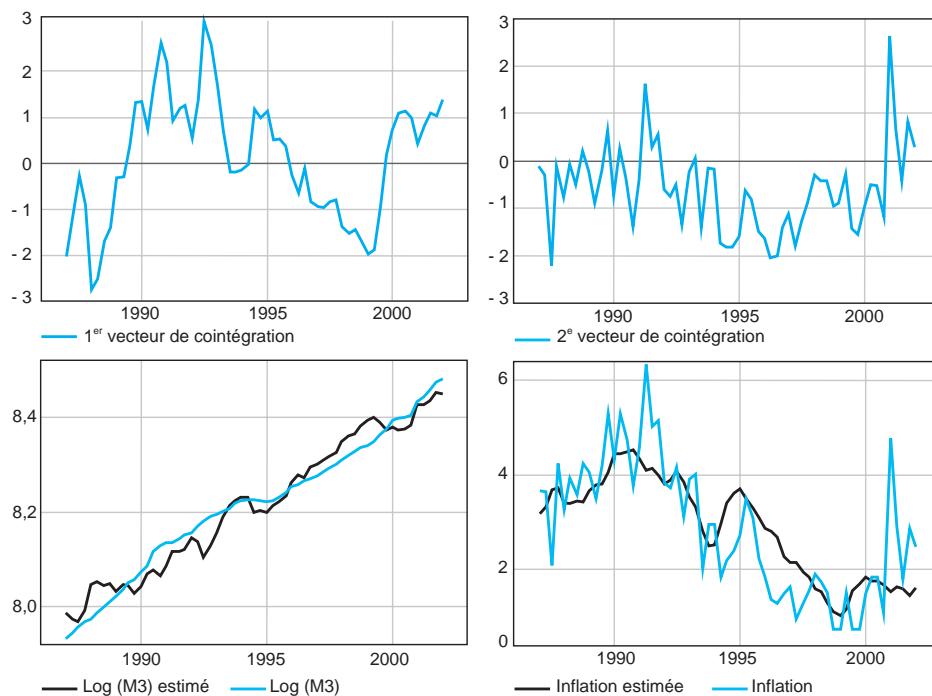
⁶ Les tests d'exogénéité (Avouyi-Dovi et *alii*, 2002a) ont été réalisés de manière standard en testant, dans un premier temps, l'exclusion jointe de tous les vecteurs de cointégration dans chacune des équations puis, dans un second temps, l'exclusion de chacun des vecteurs de cointégration individuellement dans chacune des équations.

Les ruptures majeures induites par la réunification de l'Allemagne et l'arrivée de la Grèce au sein de la zone euro ont été prises en compte par l'introduction de deux variables muettes à court terme (1990 : 3 et 2001 : 1). Les tests de diagnostic sur les propriétés des résidus conduisent à des résultats satisfaisants : l'hypothèse de normalité des résidus est acceptée ; on note une absence d'autocorrélation des résidus ; on accepte également l'hypothèse d'homoscédasticité des résidus (voir l'annexe pour les estimations du modèle dynamique).

3.2.3. Simulations et prévisions

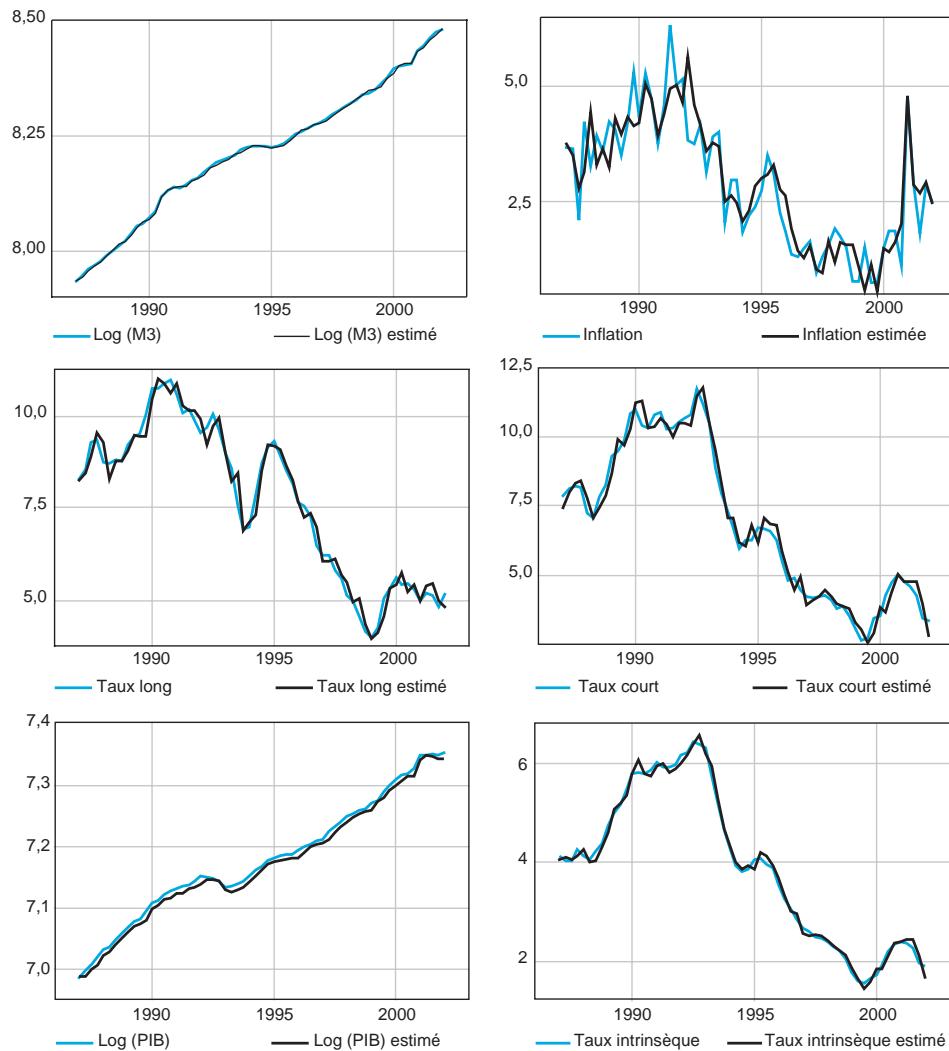
Selon les résultats des simulations dynamiques du modèle de long terme, présentés dans les deux derniers cadrants du graphique 1, les valeurs simulées de M3 semblent en phase avec ses valeurs observées. En revanche, la qualité de l'ajustement entre les inflations simulée et observée est de moins bonne qualité en fin de période. Ce mauvais résultat semble provenir de la présence d'un point atypique au début de l'année 2001. Les vecteurs de cointégration contraints obtenus par la procédure de Johansen (cadrans 1 et 2, graphique 1) indiquent les écarts plus ou moins marqués des variables endogènes observées (encaisses réelles et taux d'inflation) par rapport à leurs niveaux d'équilibre.

Graphique 1
Simulations dynamiques des relations de long terme

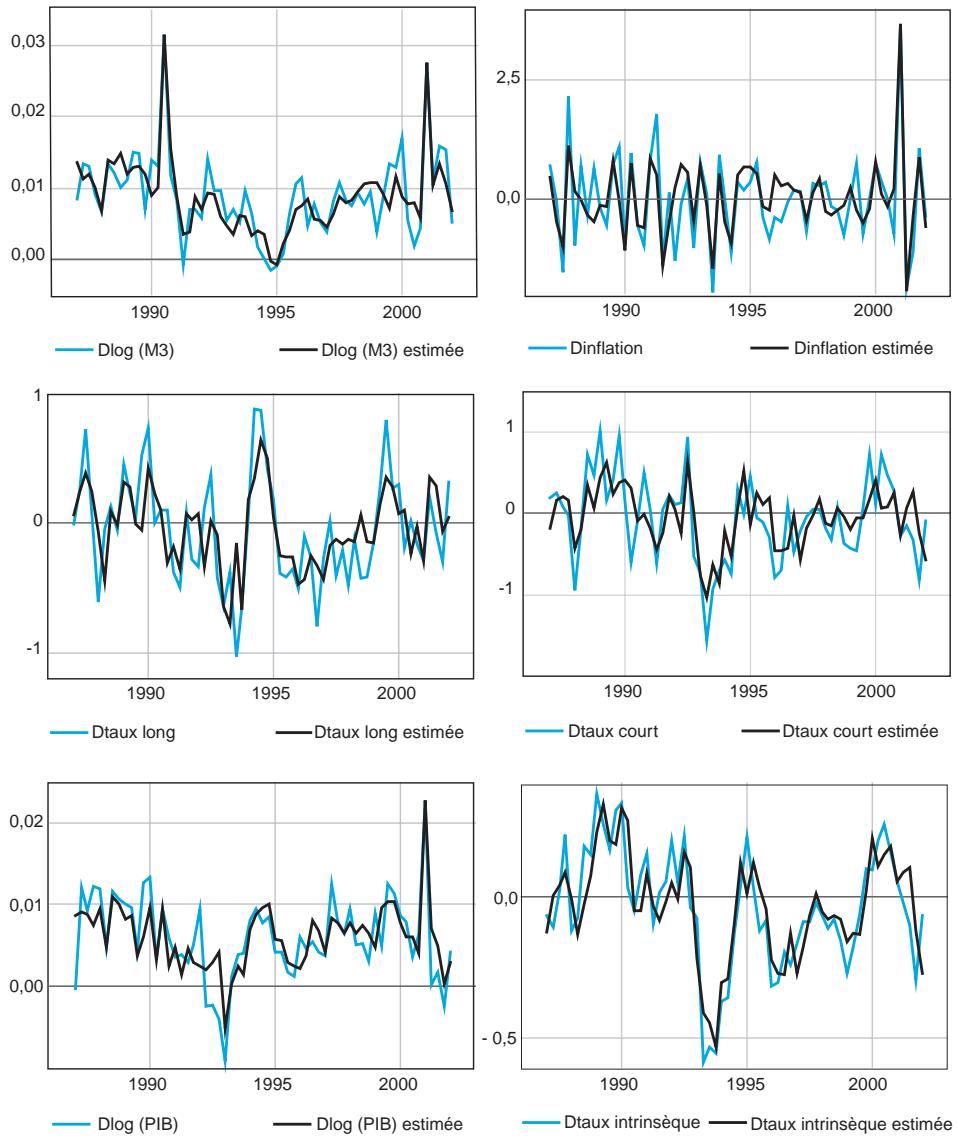


Les graphiques 2 et 3 décrivent respectivement les simulations dynamiques du modèle de court terme des variables en niveau et en différence. Celles-ci sont plutôt satisfaisantes. En effet, outre le fait que les variables simulées affichent les mêmes tendances que les variables observées, globalement, on ne note pas d'écart marqué entre les valeurs observées et simulées des agrégats.

Graphique 2
Simulations dynamiques de court terme
 (variables en niveau)

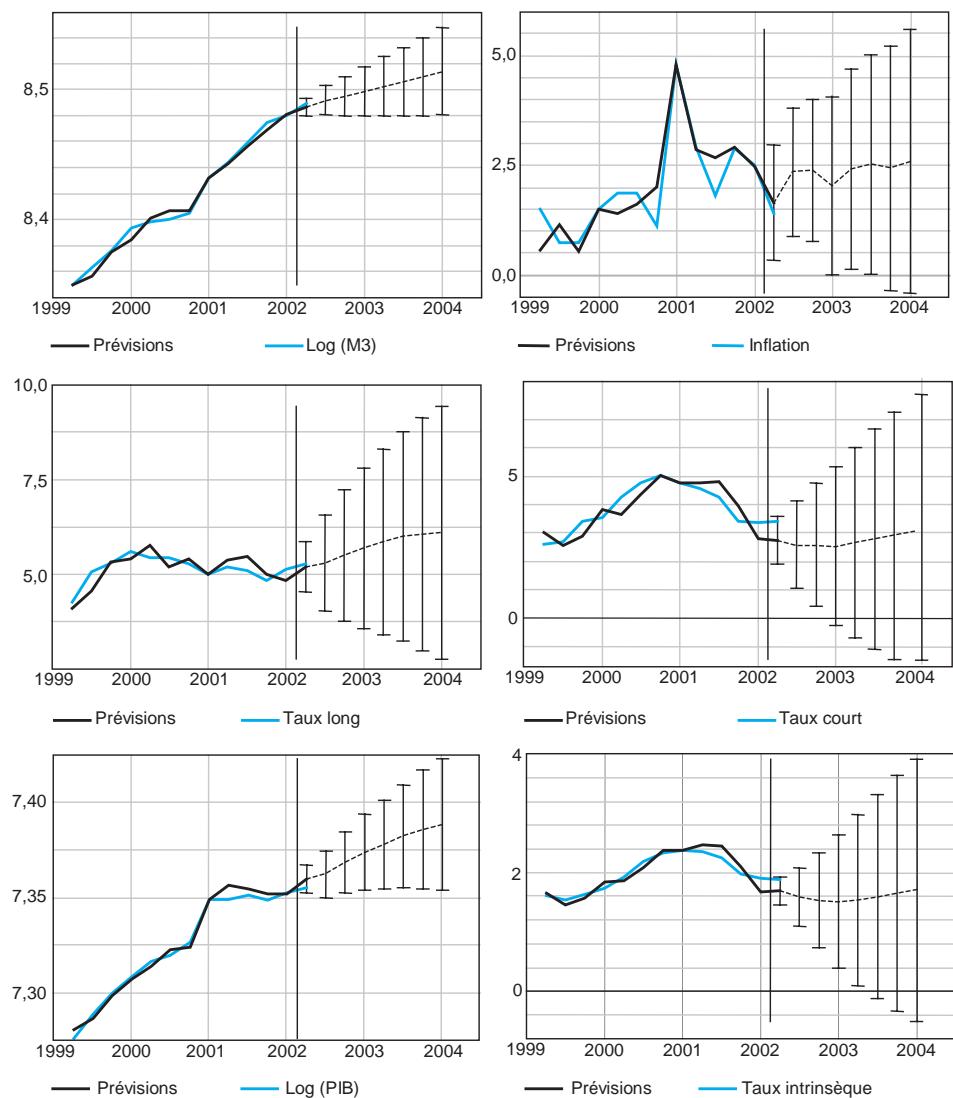


Graphique 3
Simulations dynamiques de court terme
(variables en différence)

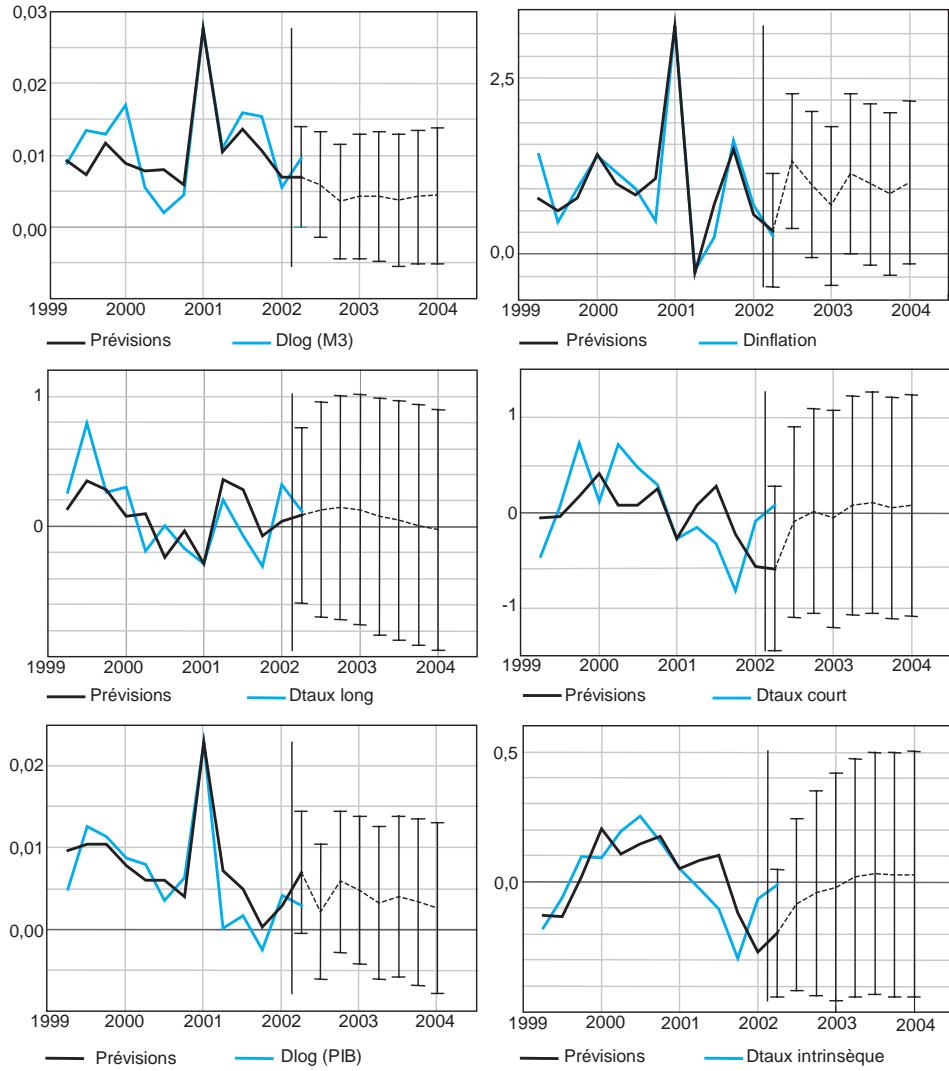


Les prévisions de demande de monnaie et du taux d'inflation sont résumées dans les graphiques 4 et 5 qui correspondent respectivement aux simulations hors échantillon des variables en niveau et en différence. Les prévisions sont, dans leur ensemble, satisfaisantes.

Graphique 4
Prévisions du VECM
 (variables en niveau)



Graphique 5
Prévisions du VECM
 (variables en différence)



4. Une comparaison des résultats

Les résultats harmonisés des différentes études (Brand et Cassola, 2000 ; Calza et alii, 2001 ; Coenen et Vega, 2001 ; Gerlach et Svensson, 2001) menées sur la demande de monnaie au sein de la zone euro sont synthétisés dans le tableau 5⁷.

Tableau 5
Équation de long terme de demande de monnaie

Auteurs	Périodes	y_t	$rown_t$	rct_t	rlt_t	$rct_t - rrown_t$	$rlt_t - rct_t$	π_t
BC	1980 : 1 – 1999 : 3	1,331			– 0,0040			
CGL	1980 : 1 – 1999 : 4	1,336			– 0,0086			
CV (a)	1980 : 4 – 1998 : 4	1,125				– 0,0087 – 0,0151		
GS (a)	1981 : 1 – 1998 : 4	1,510					0,0156	
BdF	1987 : 1 – 2002 : 1	1,000	0,063	– 0,039	– 0,020			

BC : Brand et Cassola

CGL : Calza et alii

CV : Coenen et Vega

GS : Gerlach et Svensson

(a) Analyse univariée

À la différence des résultats de cette étude, l'élasticité du revenu à la demande de monnaie est significativement supérieure à 1 dans les études citées dans le précédent tableau. Elle est comprise entre 1,1 (Coenen et Vega, 2001) et 1,5 (Gerlach et Svensson, 2001). En revanche, les coefficients portant sur les taux d'intérêt sont, environ, cinq fois moins importants que ceux issus des estimations présentées ici. Cette différence semble provenir des périodes d'estimation et des variables retenues dans les différentes études. En effet, une estimation des modèles présentés dans le tableau 5, sur la période retenue ici et avec les variables retenues par les différents auteurs, conduit à des coefficients similaires aux nôtres hormis l'élasticité au revenu qui demeure supérieure à 1.

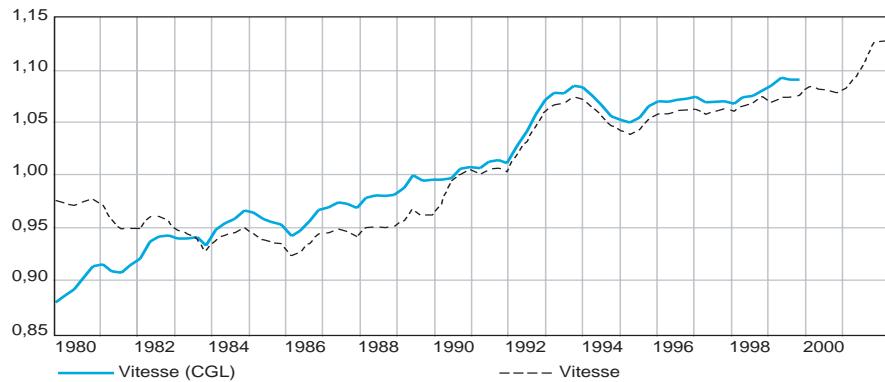
Comme l'illustre le graphique 6, l'écart entre la masse monétaire réelle M3 utilisée dans cette étude et celle de Calza et alii (2001) (normée par le PIB) est particulièrement marqué sur la sous-période 1980-1985. Cette différence peut être, au moins en partie, imputée aux variables de prix (voir graphique 7).

Ainsi, les choix de la période d'estimation et des variables conditionnent largement les résultats. Ceux de notre étude permettent d'obtenir une élasticité unitaire du revenu à la demande de monnaie, plus conforme à la théorie⁸.

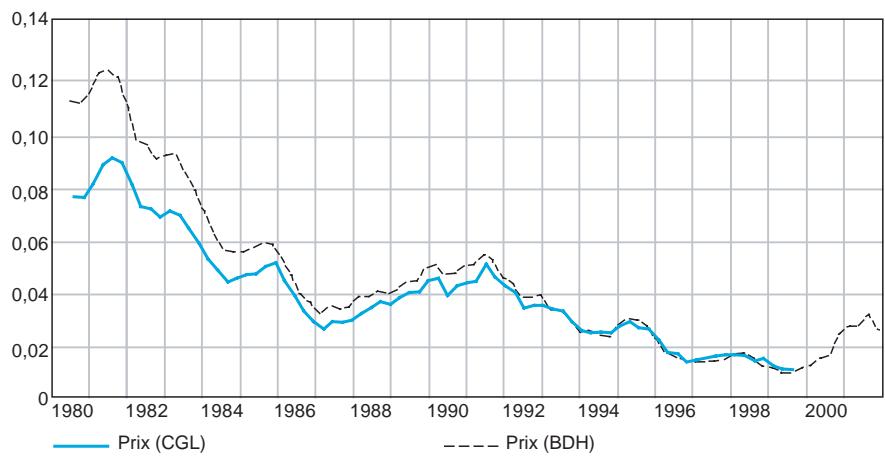
⁷ À la différence du papier originel de Brand et Cassola (2000), les taux d'intérêt ne sont pas divisés par 400. Par ailleurs, tous les taux sont en pourcentage. De ce fait, les variables de même nature sont exprimées dans une unité commune. On peut donc comparer directement les coefficients estimés dans les différentes études.

⁸ Des estimations effectuées sur une période sensiblement différente (1985-2000, par exemple) de celle retenue ici ont révélé une relative instabilité des paramètres de coûts d'opportunité.

Graphique 6
Vitesse de circulation de la monnaie
(en logarithme)



Graphique 7
Glissement annuel des prix



5. Demande de monnaie et écart d'encaisses réelles

Pour illustrer nos résultats, nous proposons une mesure de l'écart d'encaisses réelles (*real money gap*, RMG) défini comme la différence des logarithmes du niveau observé et de celui de référence d'encaisses réelles. Formellement, cet écart s'écrit (en logarithme) :

$$rmg_t = (m - p)_t - (m - p)_t^*$$

Le niveau d'équilibre des encaisses réelles est obtenu en remplaçant les valeurs courantes du revenu, du taux intrinsèque et des coûts d'opportunité, respectivement, par leurs valeurs d'équilibre ou de référence dans l'équation de long terme des encaisses réelles. Le RMG peut alors se réécrire sous la forme :

$$rmg_t = (m - p)_t - (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 y_t^* + \hat{\alpha}_2 rrown_t^* + \hat{\alpha}_3 rct_t^* + \hat{\alpha}_4 rlt_t^*)$$

où x_t^* désigne la valeur d'équilibre du logarithme de la variable x_t . Les coefficients estimés sont tirés de l'approche multivariée, plus robuste en termes statistiques et plus conforme à la théorie économique. Plus précisément, l'expression générale du RMG prend la forme :

$$rmg_t = (m - p)_t - (1,297 + y_t^* + 0,063 rrown_t^* - 0,039 rct_t^* - 0,020 rlt_t^*)$$

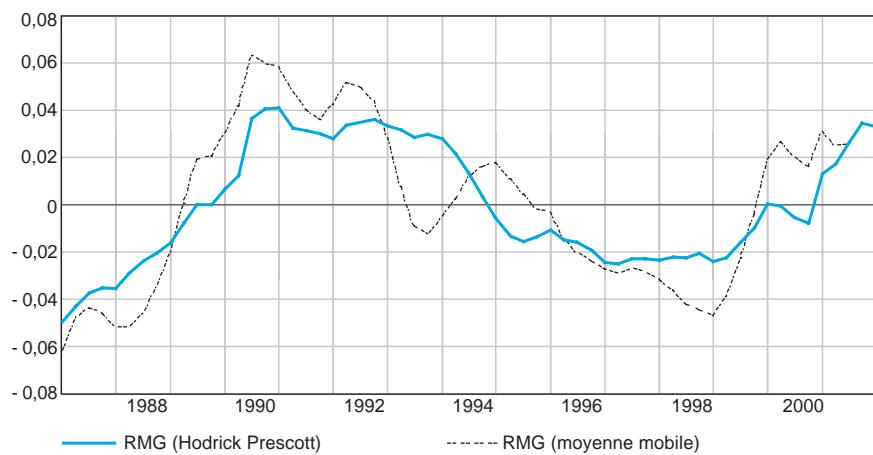
Dans cet exercice, en suivant l'usage dans ce domaine, les valeurs d'équilibre des variables sont obtenues par lissage. La méthode la plus couramment utilisée est celle du filtre d'Hodrick Prescott (HP). Les séries étant trimestrielles, le paramètre de lissage retenu (1600) est usuel.

La BCE (Bruggeman et *alii*, 2002) par exemple, retient une moyenne mobile centrée sur cinq trimestres comme méthode alternative de lissage des taux d'intérêt. Nous proposons ici un calcul de l'écart d'encaisses réelles utilisant ces deux approches pour les taux d'intérêt, la production potentielle restant calculée par le filtre HP. Dans le cadre d'une évaluation plus fine de l'écart d'encaisses réelles, on pourra utiliser la panoplie d'indicateurs proposée par le groupe d'experts composant le réseau PIB potentiel de la Banque de France (2002).

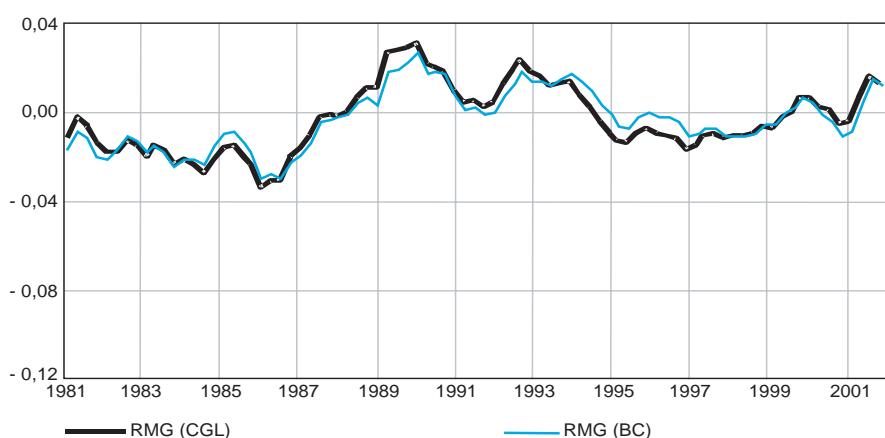
Le graphique 8 montre que les résultats sont, globalement, comparables au plan qualitatif. Toutefois, en termes quantitatifs, ils sont sensiblement différents. Le filtrage HP lisse plus l'écart d'encaisses réelles, tandis que la moyenne mobile conduit à un profil d'écart plus heurté, avec une mise en évidence de valeurs extrêmes plus prononcées. Ces différences proviennent des choix des paramètres de lissage et de la durée sur laquelle la moyenne mobile est calculée.

Cette sensibilité des résultats au choix de la méthode de lissage influence tant la variance que le niveau de l'écart d'encaisses réelles. Ce constat incite à une certaine prudence quant aux diagnostics d'excès ou de manque de liquidité dans la zone euro. Toutefois, quelle que soit la méthode retenue, un excès de liquidité est mis en lumière sur la période récente, tant dans nos simulations que dans celles de la BCE (voir graphiques 8 et 9).

Graphique 8
Écart d'encaisses réelles de la zone euro



Graphique 9
Écart d'encaisses réelles de la zone euro



Source : Bruggeman et *alii*, 2002

6. Conclusion

L'approche univariée aboutit à une certaine incompatibilité entre les données et la théorie car, quels que soient le mode de rétropolation des variables et la période d'estimation, on obtient une élasticité de la demande de monnaie, dans sa formulation la plus classique, au revenu très supérieure à 1 (Avouyi-Dovi et *alii*, 2002b). Ce résultat, certes conforme à ceux d'autres études récentes consacrées à la demande de monnaie dans la zone euro, ne permet pas de valider l'existence d'une relation de long terme conforme à l'intuition ou à la théorie économique.

En revanche, l'approche multivariée, présentée dans cette synthèse, a permis d'obtenir des résultats nettement plus intéressants, tant du point de vue statistique qu'économique. Les tests traditionnels ont conduit à valider les spécifications retenues et ont permis d'identifier deux relations de cointégration, interprétées respectivement comme une équation de vitesse de circulation de la monnaie et comme une relation de Fisher. En outre, l'hypothèse d'une élasticité unitaire des encaisses réelles au revenu, rejetée dans le cas univarié, est ici acceptée, ce qui permet de réconcilier les données et la théorie économique. L'analyse multivariée, dont la dynamique est par construction plus riche que celle de l'approche univariée, valide ainsi l'existence de relations que l'on peut considérer comme de véritables équations de long terme, au sens où elles permettent de déterminer les sentiers d'équilibre des variables endogènes.

C'est dans ce sens que la relation correspondant à la demande de monnaie réelle a été utilisée pour évaluer un écart d'encaisses réelles, défini comme la différence entre les encaisses observées et leurs niveaux de référence. Nous avons montré que l'ampleur de cet écart est sensible aux méthodes de calcul des valeurs d'équilibre des déterminants de la demande de monnaie apparaissant dans l'équation de long terme. Toutefois, quelle que soit la méthode retenue, la période récente se caractérise par un excès de liquidité. Ce résultat n'est pas en contradiction avec celui de la dernière étude en date de la BCE (Bruggeman et *alii*, 2002).

Bibliographie

- Arize A.C. et S.S. Shwiff (1993), « Cointegration, Real Exchange Rate and Modelling the Demand for Broad Money in Japan », *Applied Economics*, 25, 717-26.
- Artis M.J., R.C. Bladen-Hovell et W. Zhang (1992), « A European Money Demand Function, in Policy Issues in the Operation of Currency Unions », P. Masson and M. Taylor ed., *Cambridge University Press*.
- Ashworth S. et L. Evans (1998), « Functional Form of the Demand for Real Balances in Cagan's Hyperinflation Model », *Applied Economics*, 30, 1617-23.
- Avouyi-Dovi S., A. Diop, P. Jacquinot et J.-G. Sahuc (2002a), « Spécification et méthodes d'estimation de la demande de monnaie en zone euro », DGEI-DEER, *Note interne*, réseau demande de monnaie, r02053, Banque de France.
- Avouyi-Dovi S., A. Diop, P. Jacquinot et J.-G. Sahuc (2002b), « Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro », DGEI-DEER, *Note interne*, réseau demande de monnaie, r02068, Banque de France.
- Baba Y., D. Hendry et R. Starr (1992), « The Demand for M1 in the USA, 1960-1988 », *Review of Economic Studies*, 59, 25-61.
- Ball L. (2001), « Another Look at Long Run Money Demand », *Journal of Monetary Economics*, 47, 31-44.
- Banque de France (2002), « Croissance potentielle et tensions inflationnistes », *Bulletin de la Banque de France*, 103, juillet.
- BCE (2001), « Estimated Series on M3 Excluding Non-Resident Holdings of Negotiable Instruments », *mimeo*, 9 October.
- BCE (2003), *Monthly Bulletin*, January.
- Beyer A. (1998), « Modelling Money Demand in Germany », *Journal of Applied Econometrics*, 13, 57-76.
- Beyer A., J.A. Doornik et D.F. Hendry (2001), « Constructing Historical Euro-Zone Data », *The Economic Journal*, 111, F102-F121.
- Boorman J.T. (1976), « The Evidence on the Demand for Money: Theoretical and Empirical Results », in *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, T.M. Havrilesky and J.T. Boorman ed., Arlington Heights, Illinois, AHM Public Corporation, 315-60.
- Bordes C. et M.O. Strauss-Kahn (1989), « Cointégration et demande de monnaie en France », *Cahiers Économiques et Monétaires*, 34, 161-97.

- Bordes C., H. Chevrou-Séverac et V. Marimoutou (2001), « Une Europe monétaire à plusieurs vitesses ? La demande de monnaie dans les grands pays de la zone euro (1979-1999) », *Économie et Prévision*, 147, 51-71.
- Brand C. et N. Cassola (2000), « A Money Demand System for Euro Area M3 », *ECB Working Paper*, 39.
- Browne F., G. Fagan et J. Henry (1997), « Money Demand in EU Countries: A Survey », *EMI Staff Papers*, 7.
- Bruggeman A., A. Calza et J. Sousa (2002), « An Evaluation of Different Estimates of the Real Money Gap for the Euro Area », *ECB mimeo* (confidential).
- Calza A., D. Gerdesmeier et J. Levy (2001), « Euro Area Money Demand: Measuring the Opportunity Costs Appropriately », *IMF Working Papers*, 179.
- Coenen G et J.-L. Vega (2001), « The Demand for M3 in the Euro Area », *Journal of Applied Econometrics*, 16, 727-748.
- Dedola L., E. Gaiotti et L. Silipo (2000), « Money Demand in the Euro Area: Do National Differences Matter? », *mimeo*, Banca d'Italia.
- Diop A., S. Avouyi-Dovi, E. Fontenay, E. Gervais, P. Jacquinot et J.-G. Sahuc (2002), « Bases de données pour la demande de monnaie en zone euro », DGEI-DEER, *Note interne*, réseau demande de monnaie, r02054, Banque de France.
- Ericsson N.R. (1999), « Empirical Modelling of Money Demand », in *Money Demand in Europe*, H. Lütkepohl and J. Wolters ed., Heidelberg, Physica-Verlag, 29-49.
- Ericsson N.R. et S. Sharma (1998), « Broad Money Demand and Financial Liberalisation in Greece », *Empirical Economics*, 23, 417-436.
- Fagan G. et J. Henry (1999), « Long-Run Money Demand in the EU: Evidence for Area-Wide Aggregates », in *Money Demand in Europe*, H. Lütkepohl and J. Wolters ed., Heidelberg, Physica-Verlag, 217-40.
- Fase M.M.G. (1996), « Divisia Aggregates and the Demand for Money in Core EMU », *Staff Report*, 5, De Nederlandsche Bank.
- Fase M.M.G. et C.C.A. Winder (1994), « Money Demand within EMU: An Analysis with the Divisia Measure », *Quarterly Bulletin*, September, 25-55, De Nederlandsche Bank.
- Fase M.M.G. et C.C.A. Winder (1999), « Wealth and the Demand for Money in the European Union », in *Money Demand in Europe*, H. Lütkepohl and J. Wolters ed., Heidelberg, Physica-Verlag, 241-58.

Gerdesmeier D. (1996), « The Role of Wealth in Money Demand », *Discussion Paper*, 96/5, Deutsche Bundesbank.

Gerlach S. et L.E.O. Svensson (2001), « Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators? », *BIS Working Paper*, 98.

Goldfeld S.M. (1973), « The Demand for Money Revisited », *Brookings Papers on Economic Activity*, 3, 683-730.

Goldfeld S.M. et D.E. Sichel (1990), « The Demand for Money », in *Handbook of Monetary Economics*, B.M. Friedman and F.H. Hahn ed., Amsterdam, North-Holland, I, 8, 299-356.

Golinelli R. et S. Pastorello (2001), « Modelling the Demand for M3 in the Euro Area », *mimeo*, University of Bologna.

Guéné S. (2001), « Agrégats et politique monétaire dans la zone euro », *Économie et Prévision*, 147, 187-201.

Goux J.F. (2000), « Existe-t-il vraiment une relation cointégrante de demande de monnaie M3 en France ? » *Revue économique*, 51, 885-911.

Henry J. et Sicsic P. (1994), « Breaking Trends, Financial Innovation and the Velocity of French Money Aggregates », *mimeo*, Banque de France.

Hubrich K. (1999), « Estimation of a German Money Demand System: A Long-Run Analysis », *Empirical Economics*, 24, 77-99.

Ireland P.N. (1995), « Endogenous Financial Innovation and the Demand for Money », *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, 107-23.

Johansen S. (1988), « Statistical Analysis of Cointegrating Vectors », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-54.

Johansen S. (1991), « Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models », *Econometrica*, 59, 1551-80.

Judd J.P. et J.L. Scadding (1982), « The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post 1973 Literature », *Journal of Economic Literature*, XX, 993-1023.

Lütkepohl H., T. Terasvirta et J. Wolters (1996), « Modelling the Demand for M3 in the Unified Germany », *Discussion Paper*, 24, Humboldt-Universitat zu Berlin.

Lütkepohl H. et J. Wolters (1999), « A Money Demand System for M3 in The Unified Germany », in *Money Demand in Europe*, H. Lütkepohl and J. Wolters ed., Heidelberg, Physica Verlag, 105-20.

McNown R. et M.S. Wallace (1992), « Cointegrating Tests of a Long-Run Relation between Money Demand and Effective Exchange Rate », *Journal of International Money and Finance*, 11, 107-14.

Monticelli C. et M.O. Strauss-Kahn (1993), « European Integration and the Demand for Broad Money », *Manchester School of Economic and Social Studies*, 61, 345-366.

Monticelli C. et L. Papi 1996, « European Integration, Monetary Co-ordination and the Demand for Money », Oxford, *Clarendon Press*.

Muscatelli V.A. et F. Spinelli (2000), « The Long-Run Stability of the Demand for Money: Italy 1861-1996 », *Journal of Monetary Economics*, 45, 717-39.

Pesaran M.H. et R. Smith (1995), « Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels », *Journal of Econometrics*, 68, 79-113.

Ripatti A. (1994), *Econometric Modelling of the Demand for Money in Finland*, Suomen Pankki.

Sriram S.S. (1999), « Survey of Literature on Demand for Money: Theoretical and Empirical Works with Special Reference to Error-Correction Models », *IMF Working Paper*, WP/99/64.

Stracca L. (2001), « The Functional Form of the Demand for Euro Area M1 », *ECB Working Paper*, 51.

Annexe

Estimations de court terme

Equations	D(M3)	D(Y)	D(INFL)	D(RCT)	D(RLT)	D(ROWN)
CointEq1	0,001964 [4,59290]	0,001854 [3,82560]	0,000000 [NA]	0,000000 [NA]	0,000000 [NA]	- 0,020631 [- 2,32680]
CointEq2	0,000000 [NA]	0,000000 [NA]	0,000000 [NA]	0,000000 [NA]	- 0,149970 [- 2,98709]	0,000000 [NA]
D(M3(-1))	0,277644 [2,85225]	- 0,104508 [- 1,01948]	- 8,827731 [- 0,49570]	- 1,690569 [- 0,14195]	- 8,967237 [- 0,96455]	- 2,566314 [- 0,75848]
D(M3(-2))	0,109541 [1,23970]	0,111731 [1,20072]	- 5,645312 [- 0,34922]	- 23,44556 [- 2,16878]	- 3,114265 [- 0,36903]	- 2,879441 [- 0,93753]
D(Y(-1))	0,043724 [0,34149]	0,122599 [0,90924]	- 4,051212 [- 0,17295]	5,569835 [0,35556]	7,629266 [0,62389]	5,643867 [1,26816]
D(Y(-2))	- 0,079328 [- 0,64419]	0,037815 [0,29159]	43,38575 [1,92575]	35,49442 [2,35592]	14,73232 [1,25262]	10,89178 [2,54460]
D(INFL(-1))	- 0,001659 [- 2,25928]	0,001598 [2,06681]	- 0,405640 [- 3,01943]	- 0,051461 [- 0,57281]	- 0,037343 [- 0,53247]	- 0,012387 [- 0,48530]
D(INFL(-2))	- 1,15E-05 [- 0,01745]	0,000130 [0,18685]	- 0,360401 [- 2,97700]	- 0,058369 [- 0,72098]	- 0,064174 [- 1,01543]	- 0,020612 [- 0,89614]
D(RCT(-1))	0,001890 [0,93681]	0,002083 [0,98032]	- 0,414688 [- 1,12358]	0,822655 [3,33308]	0,257185 [1,33482]	0,254252 [3,62589]
D(RCT(-2))	- 0,002167 [- 1,19333]	- 0,001414 [- 0,73959]	0,158792 [0,47801]	- 0,156074 [- 0,70256]	0,238011 [1,37247]	0,006017 [0,09534]
D(RLT(-1))	0,000312 [0,19972]	0,004253 [2,58589]	- 0,264753 [- 0,92669]	0,393286 [2,05848]	0,646834 [4,33692]	0,127251 [2,34434]
D(RLT(-2))	- 0,000730 [- 0,40082]	- 0,001721 [- 0,89718]	0,352930 [1,05909]	- 0,135546 [- 0,60824]	- 0,059589 [- 0,34253]	- 0,018599 [- 0,29376]
D(ROWN(-1))	- 1,03E-05 [- 0,00146]	- 0,002910 [- 0,39057]	1,493799 [1,15408]	- 2,086142 [- 2,41010]	- 1,373647 [- 2,03290]	- 0,345883 [- 1,40651]
D(ROWN(-2))	0,010484 [1,80093]	- 0,000467 [- 0,07622]	- 0,500270 [- 0,46972]	1,740148 [2,44326]	- 0,091789 [- 0,16509]	0,487520 [2,40933]
DU903	0,022544 [5,36883]	0,006463 [1,46148]	- 1,036362 [- 1,34907]	- 0,165494 [- 0,32214]	0,117335 [0,29258]	- 0,109176 [- 0,74803]
DU011	0,019610 [5,17188]	0,020883 [5,22991]	3,119606 [4,49712]	- 0,574864 [- 1,23921]	5,96E-05 [0,00016]	- 0,080663 [- 0,61203]

Le livret A : retour sur l'évolution d'un produit d'épargne traditionnel

Le livret A est un produit d'épargne traditionnel. Son ancienneté (sa création remonte au début du dix-neuvième siècle) et le caractère réglementé, tant de sa rémunération que de sa distribution, lui confèrent des caractéristiques spécifiques, initialement associées à un système financier français cloisonné et encadré, que les réformes des deux dernières décennies ont fait en grande partie disparaître. Pour autant, ce livret continue d'être attractif pour les ménages : c'est en effet le produit financier le plus largement diffusé dans le pays et sa part, au sein des placements monétaires des agents économiques français, demeure très significative. De surcroît, après une phase de déclin, dans un contexte d'élargissement de l'offre d'instruments de placement accessibles aux ménages, les encours ont repris leur progression depuis environ deux ans. Au total, au terme de deux décennies d'innovations financières, le livret A continue d'occuper une place importante dans les placements monétaires des ménages et dans le financement du logement social. Dans ce contexte, une mission sur la gestion des fonds d'épargne, lancée à l'initiative du ministre de l'Économie des Finances et de l'Industrie, a récemment publié un rapport qui propose, entre autres, une réforme des modalités de fixation du taux du livret A¹.

Daniel GABRIELLI
Frédéric WILHELM

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires*

¹ Rapport sur l'équilibre des fonds d'épargne de Philippe Nasse et Christian Noyer remis au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie le 29 janvier 2003.

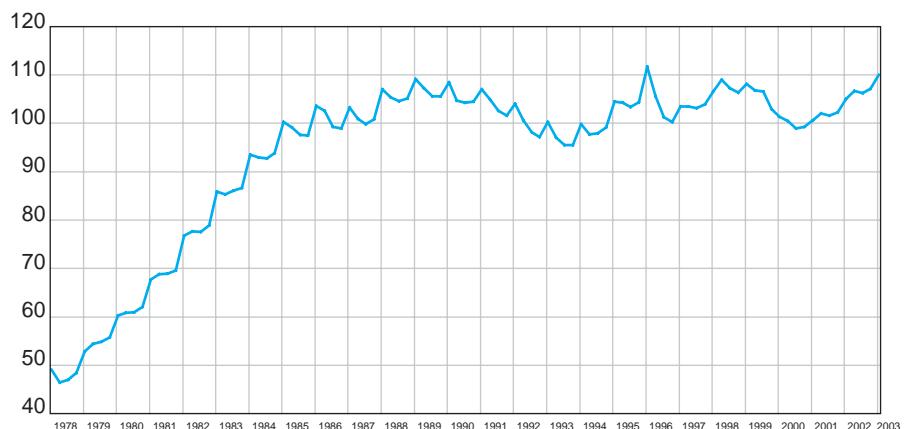
1. Le livret A depuis 1977 : des fluctuations importantes mais une faveur du public jamais démentie

1.1. Retour sur les évolutions du livret A

L'expansion du livret A s'est opérée, jusqu'au milieu des années quatre-vingt, à un rythme soutenu, en ligne avec la progression des agrégats M2 et M3 et le climat fortement inflationniste qui prévalait alors. Un changement de tendance est ensuite intervenu, le livret A croissant moins rapidement que les autres actifs monétaires ou même traversant des phases de recul marqué. Ces évolutions sont intervenues dans un contexte où son taux de rémunération n'a pas varié comme les taux monétaires et, surtout, où les instruments de placement à court terme destinés aux ménages se sont fortement diversifiés. Depuis deux ans, en revanche, son encours s'inscrit en progression assez sensible, illustrant la capacité toujours forte de ce produit d'épargne traditionnel à retenir l'attention des ménages.

Encours du livret A

(en milliards d'euros)



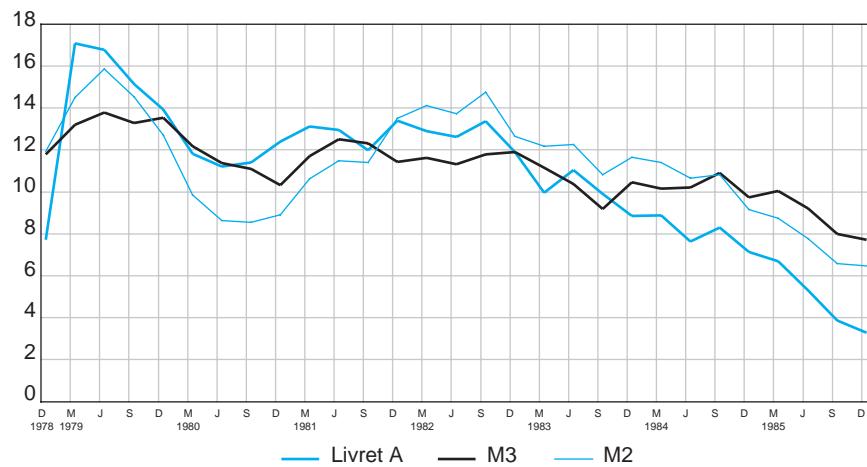
Depuis la fin des années soixante-dix, quatre phases principales peuvent être identifiées dans l'évolution de l'encours du livret A².

² Le choix systématique de périodes échéant fin décembre est lié au fait que les intérêts capitalisés du livret sont versés en fin d'année, ce qui donne un profil heurté à l'évolution de l'encours, en forte hausse en décembre.

Jusqu'au milieu des années 80, une croissance soutenue dans un contexte de fortes évolutions nominales

Agrégats M3 et M2 et livret A

(en glissement annuel)

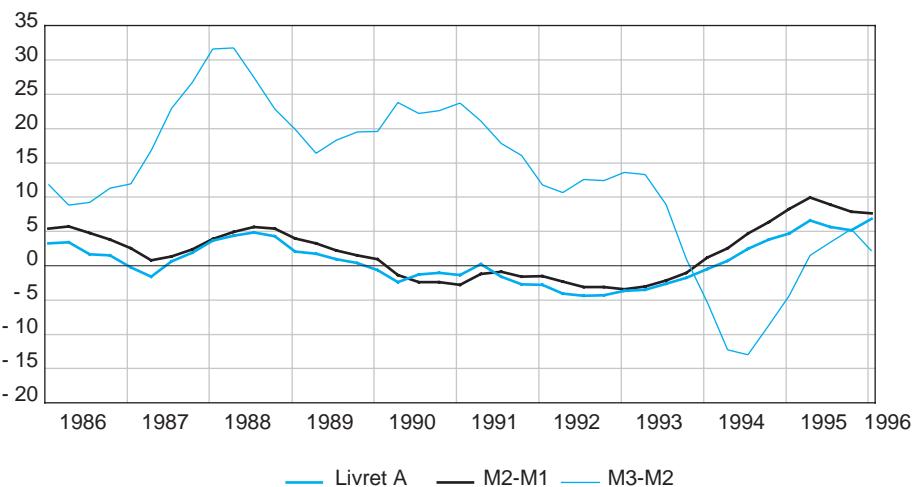


Entre décembre 1977 et décembre 1985, le livret A augmente à un rythme très soutenu. Cette vigueur reflète un contexte macroéconomique marqué par des évolutions nominales très fortes : le rythme de croissance annuel moyen du livret A avoisine les 10 % au cours de la période, à l'instar de celui des agrégats monétaires M2 et M3 et des prix à la consommation.

**Entre décembre 1985 et 1995,
un déclin du livret A est le corollaire de l'essor des OPCVM monétaires**

Évolutions monétaires

(en glissement annuel)



Entre décembre 1985 et décembre 1988, la progression du livret A marque un très sensible ralentissement (le taux de croissance annuel moyen sur la période est de 1,8 %), dans un contexte de forte modération de l'inflation qui se situe désormais en deçà de 3 %, en moyenne annuelle. Contrairement à la période précédente, l'encours du livret A n'évolue plus en ligne avec les agrégats M2 et M3 dont les rythmes moyens de progression annuelle s'établissent désormais, respectivement, à 4,1 % et 8,7 %. Ce découplage marque bien une certaine désaffection du public. Celui-ci s'oriente désormais prioritairement vers d'autres produits, rémunérés à des conditions proches de celles du marché monétaire et de degré de liquidité équivalent (les OPCVM monétaires, notamment, qui connaissent un grand essor), et, dans une moindre mesure, vers les produits d'épargne réglementés nouvellement créés (livrets d'épargne populaire à partir de 1982 et Codevi en 1983) ainsi que les livrets d'épargne non réglementés.

Cette tendance tend à s'affirmer par la suite. Ainsi, au début des années quatre-vingt-dix, les retraits l'emportent sur le cumul des nouveaux versements et de la capitalisation des intérêts. L'encours recule ainsi à un rythme annuel moyen de 1,8 % entre décembre 1988 et décembre 1993. La désaffection marquée du public s'explique par la forte augmentation des rendements des produits concurrents. Celle-ci rend les OPCVM monétaires beaucoup plus attractifs que le livret A dont le taux de rémunération demeure fixé à 4,5 % : l'écart avec le TIOP trois mois s'établit en moyenne au cours de la période à 515 points de base.

En fin de période, l'encours du livret A croît de nouveau et à un rythme plus soutenu que M3 (ainsi entre décembre 1993 et décembre 1995, il progresse à un rythme annuel moyen de 5,8 % contre 3 % pour M3). Le reflux relatif que subissent les produits liquides contenus dans M3-M2, rémunérés aux taux d'intérêt à court terme (« taux monétaires ») s'explique alors par deux développements :

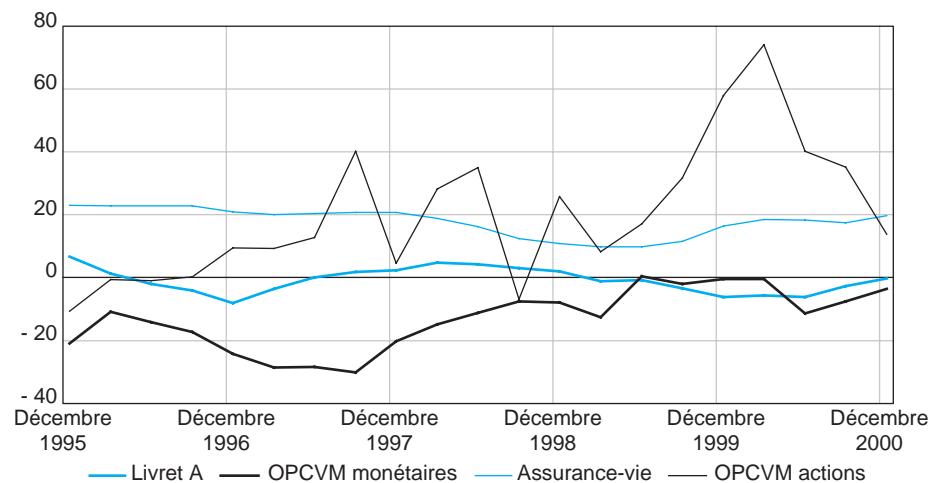
- la fin de l'inversion de la courbe des rendements, qui prévalait depuis le début de la décennie, rend les placements à court terme moins attractifs, alors même que l'offre d'instruments d'épargne s'est élargie (emprunt « Balladur » notamment) ;
- un durcissement relatif du régime fiscal des OPCVM monétaires³.

Ce contexte est favorable au livret A, dont la rémunération est demeurée fixée à 4,5 % de sorte que l'écart avec le TIOP trois mois revient à environ 170 points de base contre plus de 500 points au cours de la période précédente.

Entre décembre 1995 et 2000, le livret A enregistre un nouveau repli

Placements des ménages

(en glissement annuel)



³ Le seuil en deçà duquel les plus-values ne sont pas imposées au titre de l'impôt sur le revenu est alors diminué de moitié pour les OPCVM de capitalisation, passant de 325 800 francs en 1992 à 166 000 francs en 1993.

Après un bref rebond au milieu de la décennie quatre-vingt-dix, une nouvelle phase de décollecte s'ouvre pour le livret A. Ainsi, entre décembre 1995 et décembre 2000, son encours baisse, en moyenne annuelle, d'environ 2 %.

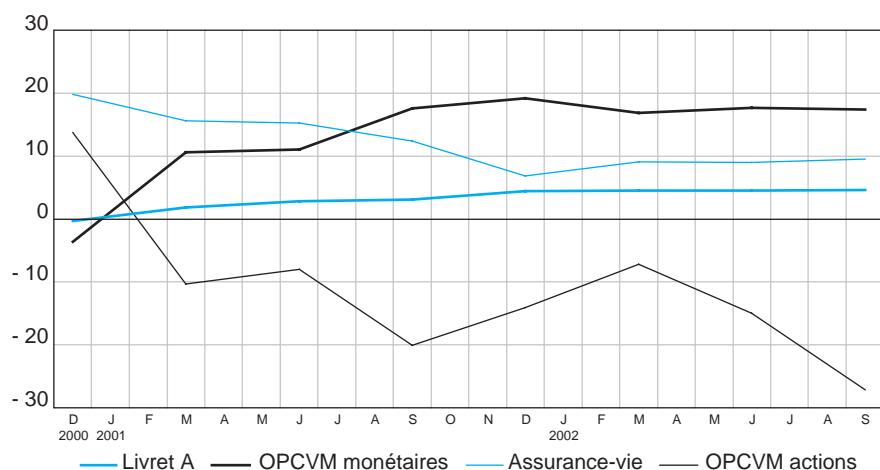
Ce repli s'inscrit dans un contexte marqué par le tassement des rythmes de progression des placements monétaires⁴ des ménages (croissance annuelle moyenne de 1,6 % au cours de la période), alors que leurs placements non monétaires sous forme d'épargne contractuelle ou de souscriptions de titres d'OPCVM non monétaires enregistrent des rythmes de progression très soutenus (16,6 % en moyenne annuelle). Ces évolutions sont à relier aux différents facteurs stimulant les placements à long terme : incitations fiscales en faveur de l'assurance-vie, remontée des rendements à long terme et, plus généralement, accentuation de la pente de la courbe des taux, forte valorisation des cours boursiers, amélioration du marché du travail favorisant la réduction de l'épargne liquide de précaution. Enfin, la montée d'incertitudes concernant le financement des retraites incite à la constitution d'une épargne de précaution à plus long terme.

La baisse du taux de rémunération du livret A de 4,5 % à 3,5 % puis à 3 % a, sans doute, également pesé sur cette évolution, même si celle-ci s'est inscrite dans un mouvement d'ensemble de baisse des taux d'intérêt des livrets d'épargne, réglementés ou non, et de décrue, plus marquée encore, des taux monétaires (environ 52 points de base pour l'écart moyen entre le TIOP trois mois et le taux d'intérêt du livret A, contre 170 points de base durant la période précédente).

Entre décembre 2000 et 2002, l'encours a de nouveau augmenté avec l'accroissement de la préférence pour la liquidité lié à la montée des incertitudes financières

Placements des ménages

(en glissement annuel)



⁴ Par placements monétaires, on entend l'ensemble des dépôts dans les IFM inclus dans la contribution française à M3 (dépôts à vue, comptes sur livrets, comptes à terme et titres de créances émis par les IFM d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, pensions et parts d'OPCVM monétaires).

Entre décembre 2000 et fin 2002, le livret A renoue avec une tendance haussière, progressant de 4,2 % en moyenne annuelle. Cette phase se caractérise par un accroissement marqué de la préférence pour la liquidité des agents, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt de marché et de montée des incertitudes sur les perspectives macroéconomiques et de forte correction boursière : les actifs liquides, comme les OPCVM monétaires ou les comptes sur livret, enregistrent des rythmes de progression rapides, tandis que les actifs plus risqués (OPCVM actions, par exemple) reculent. Au total, les placements monétaires des ménages progressent à un rythme annuel de 8,2 % en moyenne entre la fin 2000 et la fin 2002 tandis que leurs placements non monétaires s'inscrivent en nette baisse (– 3 % en moyenne sur la période).

1.2. Le livret A continue d'avoir la faveur du public

En dépit de l'élargissement de la gamme des produits d'épargne intervenu au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, le livret A constitue le produit le plus largement diffusé en France. Il représente toujours une part très significative des avoirs monétaires français et son déclin, à l'œuvre durant l'essentiel de la décennie quatre-vingt-dix, a récemment eu tendance à s' enrayer.

Une part encore tout à fait significative des avoirs monétaires gérés par les institutions financières et monétaires (IFM) françaises

Le livret A continue d'occuper une place importante en France au sein des placements liquides. Son encours s'élève à environ 110 milliards d'euros en décembre 2002, soit de l'ordre de 35 % du montant total des comptes sur livret et près de 45 % des OPCVM monétaires. Il représente ainsi environ un cinquième des avoirs monétaires des ménages.

Le tableau ci-après récapitule pour la France et la zone euro dans son ensemble quelques données relatives aux agrégats monétaires, qui permettent d'illustrer et de souligner l'importance du livret A :

Parts de l'encours du livret A au 31 décembre 2002

Agrégats monétaires en France et dans la zone euro	France	Zone euro
M3	9,5 % (a)	1,9 %
M2 – M1	28,4 % (b)	4,2 %

(a) La mesure de l'agrégat M3 est devenue largement conventionnelle pour chacun des pays appartenant à la zone euro, en raison de la circulation des billets entre les états-membres et des nouvelles règles comptables concernant leur recensement. Il s'agit donc ici des engagements monétaires des IFM résidant en France à l'égard des agents non financiers résidant dans la zone euro.
 (b) Il s'agit du total des comptes sur livret et des dépôts à terme d'une durée inférieure à deux ans.

Un produit très largement diffusé

Avec environ 47 millions de comptes, et donc de détenteurs, le livret A est de loin le produit d'épargne le plus répandu en France. Cette diffusion sans équivalent s'explique notamment par les éléments suivants :

- il s'agit du produit d'épargne le plus ancien et le plus connu dans le pays. Sa création remonte à 1818 et sa diffusion progressive s'est opérée dès le dix-neuvième siècle, en particulier sous l'effet de l'extension, en 1876, de sa distribution aux guichets de la Poste ;
- le livret A, comme le livret bleu, est un produit très liquide et dont la rémunération est défiscalisée.

Un caractère « populaire » qui doit être nuancé

À la très large diffusion du livret A correspond une répartition inégale des encours. Ceux-ci sont en effet concentrés sur les tranches d'encours de dépôt les plus élevées comme le montrent les dernières données disponibles (mars 2003) concernant les fonds centralisés à la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

Répartition du livret A par tranches de dépôts au 31 décembre 1998

(Nombre total de comptes en millions, montants en millions d'euros, parts en %)

	Nombre de comptes		Encours		Avoir moyen
	Total	Parts	Montants	Parts	Montants
< 152 euros	26,1	55,5	739	0,7	28,3
152 à 1 525 euros	9,1	19,3	5 189	4,9	572,6
1 525 à 7 622 euros	6,2	13,2	23 756	22,3	3 816,8
7 622 à 10 671 euros	1,5	3,2	13 419	12,6	9 019,2
10 671 à 15 245 euros	1,8	3,8	23 780	22,3	13 149,0
15 245 euros et plus	2,3	4,9	39 773	37,3	17 227,9
Total	47,0	100,0	106 656	100,0	2 270,0

NB : Derniers chiffres disponibles

Source : Caisse des dépôts et consignations

La rémunération relativement attractive de ce produit, au regard des conditions de marché, profite ainsi principalement à une faible proportion de détenteurs, titulaires des livrets les mieux remplis et non aux souscripteurs les plus modestes. En fait, pour une proportion importante de détenteurs modestes, le livret A fait office de compte à vue, voire de « porte-monnaie » : plus de la moitié des livrets ont un solde inférieur à 150 euros. Pour ces détenteurs, la rémunération du livret A joue donc un faible rôle.

Pour le placement de leur épargne, les ménages les plus modestes se sont assez massivement portés sur les livrets d'épargne populaire (LEP) qui offrent un taux de rémunération plus attractif (4,25 % en mars 2003) : créés au milieu des années quatre-vingt, leur encours s'élève désormais à près de 50 milliards d'euros, soit près de la moitié de celui du livret A.

2. Un rôle-clé de transformation dans le financement du logement social et de la politique de la ville

Le livret A continue de jouer un rôle important dans le financement du logement social : d'une part, il représente environ la moitié des fonds d'épargne centralisés à la CDC et recyclés dans ce financement spécifique ; d'autre part, son taux sert de référence pour l'indexation de la quasi-totalité des prêts aux organismes HLM⁵ et a de ce fait un impact important sur le coût du financement du logement social .

2.1. Le mécanisme de financement du logement social et de la politique de la ville

Une transformation de grande ampleur

La CDC gère les fonds d'épargne collectés par des réseaux divers (livrets A et bleus, livrets d'épargne populaire, Codevi, livrets jeunes, etc...) en vue du financement d'investissements d'intérêt général : le logement social, principalement, et la politique de la ville.

Bilan de l'activité de gestion des fonds d'épargne à fin décembre 2001

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

	Actif		Passif	
	Montants	Parts	Montants	Parts
Prêt habitat-ville	92	41,8	Fonds d'épargne centralisés	199
Prêts divers	18	8,2	<i>Dont :</i>	
Portefeuille	107	48,6	<i>Livret A</i>	106
Autres	3	1,2	<i>Livret d'épargne populaire</i>	40
			<i>Épargne logement</i>	24
			<i>Livret bleu</i>	14
			<i>Fonds propres</i>	11
Total	220	100,0	<i>Autres</i>	10
			Total	220
				100,0

NB : Pour des raisons juridiques, la gestion des fonds d'épargne centralisés à la CDC est retracée dans des comptes séparés. Il s'agit des bilans afférents aux livrets A collectés par les caisses d'épargne et de prévoyance (CEP), aux fonds de réserve et de garantie des CEP, aux livrets A et B collectés par la caisse nationale d'épargne (CNE), aux fonds de réserves et de garantie de la CNE, aux livrets d'épargne populaire (LEP), aux fonds de réserve du LEP, aux livrets jeunes, aux fonds de réserve du livret jeunes, aux Codevi, aux fonds d'épargne-logement ainsi qu'à des fonds spécifiques.

Source : Caisse des dépôts et consignations

L'encours des prêts « habitat-ville » s'élevait donc à près de 92 milliards d'euros à fin 2001. Ces prêts principalement destinés aux organismes HLM (sociétés anonymes HLM et offices publics) qui bénéficient de plus de 80 % de ces concours. Avec le développement des financements en faveur de la politique de la ville et du renouvellement urbain, le poids des collectivités locales s'est fortement accru même s'il demeure encore faible (moins de 5 %).

⁵ Habitations à loyer modéré

Toutefois, si les encours sont importants, les opérations nouvelles ont eu tendance à décliner au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Ainsi, les flux de financement « habitat-ville », adossés sur ces fonds, sont sensiblement inférieurs en 2001 et 2002 à ceux du début des années quatre-vingt-dix. Cette évolution d'ensemble a recouvert les mouvements suivants :

- le financement de la construction de logements locatifs sociaux s'est contracté en 2001 pour la sixième année consécutive. Cette évolution est d'abord à relier à des conditions de prêts, indexées sur le taux du livret A, peu attractives au regard de celles proposées par la concurrence bancaire, compte tenu du bas niveau des taux de marché. En second lieu, cette situation tient également à certains obstacles apparus ces dernières années (renchérissement du prix des terrains, augmentation des coûts de construction) ;
- à l'inverse, les opérations de financement en faveur de la politique de la ville et du renouvellement urbain ont enregistré une vive progression.

Les fonds qui ne sont pas employés dans ces opérations de prêt sont affectés à l'acquisition d'actifs financiers, notamment de titres de dette publique. Le portefeuille de titres s'est ainsi accru de 5,5 milliards en 2001.

Un financement d'intérêt public sans dépense budgétaire

Cette activité, exercée pour le compte de l'État, repose sur un mécanisme original de transformation de ces ressources d'épargne liquide en prêts consentis au coût de la ressource, donc sans marge pour la CDC⁶, par conséquent à un taux d'intérêt bas et pour des durées très longues. La durée moyenne des concours est ainsi supérieure à 20 ans et certains prêts sont accordés pour des durées excédant 30 ans. La CDC compense cette renonciation à la perception d'une marge d'intermédiation sur cette activité grâce aux rendements tirés de la gestion d'un portefeuille de titres, notamment obligataires, qui représente plus de la moitié des emplois financés par les fonds centralisés.

Ces conditions financières privilégiées permettent aux organismes de logement social d'équilibrer leurs comptes, en faisant bénéficier leurs locataires de loyers inférieurs à ceux du marché. Ce mécanisme original de transformation bancaire permet donc de mobiliser des financements très importants, sans avoir recours au budget de l'État.

⁶ Les organismes collecteurs (CEP et La Poste) perçoivent cependant une marge, de sorte que le taux d'intérêt des financements « habitat-ville » est supérieur à celui servi sur les livrets A.

2.2. Le rôle du livret A dans ce mécanisme de financement

Le rôle du livret A dans le financement du logement social et de la politique de la ville est donc double :

- il apporte la contribution la plus importante au mécanisme de transformation décrit précédemment. Il représente en effet environ 55 % des fonds d'épargne centralisés à la CDC. Toutefois, il convient de noter que cette part a considérablement baissé tout au long de la décennie quatre-vingt-dix puisqu'elle s'élevait à plus de 80 % au début de celle-ci, avant de se stabiliser depuis 2000 ;
- la rémunération du livret A se trouve au cœur du mécanisme de transformation. La quasi-totalité de l'encours des prêts consentis par la CDC pour le financement de la politique de la ville et du logement social est en effet assortie d'un taux révisable tous les ans, indexé sur le taux du livret A. Ainsi, le relèvement intervenu en juillet 2000, de 2,25 % à 3 %, a renchéri le coût du financement du logement social, que ce soit par le jeu du relèvement du taux des crédits nouveaux ou par l'alourdissement des annuités des opérations en cours. Pour compenser cet effet, la CDC a consenti en 2001 un versement de 160 millions d'euros aux organismes de logement social, de façon à éviter que ceux-ci ne répercutent cette hausse sur les loyers.

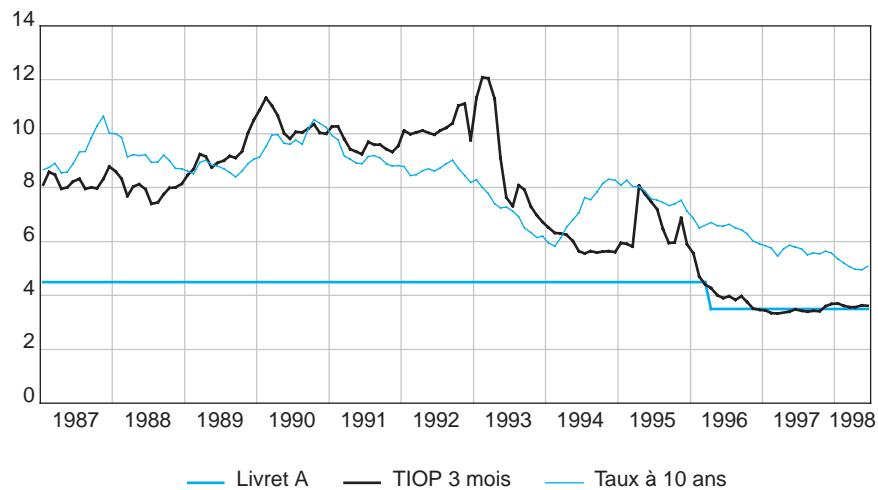
3. L'évolution de la politique de fixation du taux du livret A : des progrès qui demeurent inachevés

3.1. Durant l'essentiel des années 1980-1990, le taux du livret A s'est caractérisée par sa grande inertie

Au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, le taux du livret A a été très inerte par rapport aux taux monétaires : il n'a pas suivi le mouvement haussier, à l'œuvre jusqu'en 1993, et n'a que faiblement baissé en réponse à la forte détente observée ensuite.

Taux du livret A et taux de marché

(en %)



Cette forte stabilité du taux du livret A, dans un contexte de taux de marché à court terme élevés, a contribué au déclin du produit observé au cours d'une large partie de la décennie quatre-vingt-dix.

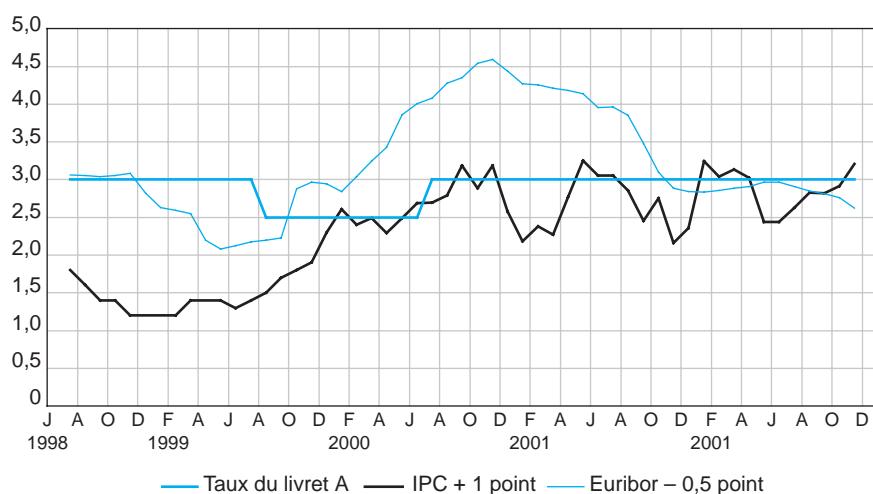
3.2. Des progrès récents, mais inachevés

Depuis juin 1998, de nouvelles règles de fixation du taux de rémunération du livret A ont été introduites afin d'atténuer les distorsions de rendement avec les autres produits d'épargne. Le taux du livret A doit évoluer à l'intérieur d'un corridor défini par un taux plancher égal au « taux d'inflation majoré d'un point », et un taux plafond correspondant aux « taux de marché à court terme minorés de 0,5 point ». Par cette réforme, les pouvoirs publics ont tenu, d'une part, à afficher leur volonté de garantir le respect d'une certaine hiérarchie entre les taux de rémunération des actifs à court terme, selon qu'ils ne comportent aucun risque ou qu'ils sont soumis aux aléas de marché, et, d'autre part, à rendre le mode de fixation du livret A plus transparent. Toutefois, un certain nombre d'éléments n'ont pas été précisés : les indicateurs qu'il convenait de retenir pour calculer les références d'indexation des taux plancher (taux d'inflation) et plafond (taux de marché à court terme) du corridor, la période de référence à prendre en compte pour effectuer ces calculs. Enfin, l'application de ces règles reste à l'appréciation du gouvernement qui doit recueillir au préalable l'avis du Comité consultatif des taux réglementés, institué en 1998.

Le graphique ci-après rappelle les évolutions, depuis juillet 1998, du taux du livret A et de son corridor. Celui-ci est réalisé à partir des hypothèses suivantes : l'inflation est mesurée par le glissement annuel de l'indice d'ensemble des prix à la consommation de l'INSEE et le taux à court terme retenu est l'Euribor à trois mois, les moyennes de chaque mois étant retenues.

Corridor du taux du livret A

(en %)



Le taux du livret A est parfois sorti de ce corridor. En outre, la poursuite de la baisse des taux de marché, au cours de la période récente, dans un contexte d'accroissement de l'inflation, a entraîné un croisement des courbes du plafond et du plancher à plusieurs reprises depuis le début de l'année 2002, de sorte que la définition actuelle du corridor d'évolution du taux du livret A a aujourd'hui perdu sa pertinence. Le processus engagé visant à accroître la transparence du mode de fixation du taux du livret A reste donc à poursuivre.

Le rapport remis récemment au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie propose de faire sortir la fixation du taux du livret A du champ des responsabilités gouvernementales. La détermination du taux pourrait ainsi être automatisée, par le biais d'une indexation sur l'un des taux directeurs de la BCE, en l'espèce le taux de la « facilité de dépôt », ceci afin de « réinsérer le livret A dans son environnement concurrentiel de marché ». En cas de « configuration exceptionnelle de la politique monétaire », cette indexation serait suspendue et la fixation du taux confiée à la Banque de France. Il reviendrait alors au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France de prendre toutes décisions en la matière. Cette option paraît justifiée, tant au regard de la collégialité et de l'expérience de cette instance, que des garanties d'indépendance que lui confère son statut.

Lois de mortalité et durées de vie des équipements dans l'industrie

Une évaluation satisfaisante du stock de capital productif est un enjeu majeur pour les économistes par son incidence sur des indicateurs tels que la rentabilité ou la productivité. Dans l'évaluation du stock de capital par la méthode de l'inventaire permanent, la durée de vie des équipements joue un rôle important. Cependant, il est généralement admis que la mesure de cette dernière est particulièrement fragile et repose sur des fondements empiriques limités.

Cet article propose une évaluation de la durée de vie des immobilisations corporelles (matériel, bâtiments et terrains) dans l'industrie grâce aux données de la Centrale des bilans de la Banque de France.

Les estimations reposent sur un échantillon de 14 201 observations individuelles, sur la période 1985-1999, et aboutissent aux résultats suivants :

- les évaluations de durées de vie sont comparables, voire plus courtes que celles résultant de précédentes études ;*
- la durée de vie dépend de la loi de mortalité sous-jacente : elle est de l'ordre de 15 ans lorsque les déclassements sont supposés suivre une loi de Weibull ; elle est proche de 19 ans pour un modèle de déclassement proportionnel ;*
- la loi de Weibull se distingue du modèle de déclassement proportionnel par une meilleure appréhension de l'hétérogénéité individuelle ;*
- la forte hétérogénéité inter-entreprises n'est pas significativement atténuée par des estimations réalisées à des niveaux sectoriels fins ;*
- la présence des terrains dans les immobilisations corporelles contribue à allonger les durées de vie estimées : l'écart entre les durées de vie des immobilisations corporelles hors terrains et l'ensemble des immobilisations corporelles serait de l'ordre d'une année pour la loi de Weibull et d'un peu plus de deux ans pour le modèle de déclassement proportionnel ;*
- l'ensemble de ces résultats conduisent ainsi à définir des couples « durée de vie des équipements – loi de mortalité » permettant une évaluation empiriquement fondée du stock brut de capital.*

Arnaud Sylvain
Direction des Entreprises
Observatoire des Entreprises

La mesure du stock de capital productif est une des difficultés majeures à laquelle est confrontée l'économie appliquée, certains économistes jugeant même une telle mesure impossible (Nber, 1980). Lorsqu'on cherche à quantifier le capital, la méthode de l'inventaire permanent est généralement utilisée : le stock de capital est mesuré à partir des chroniques d'investissements, en supposant que la durée de vie des équipements suit une loi de probabilité prédefinie. Les paramètres de cette loi de probabilité ont donc un impact important sur l'évaluation du stock de capital.

Bien que de nombreux travaux se soient efforcés d'améliorer la méthode de l'inventaire permanent et la mesure des paramètres des lois de mortalité, l'évaluation de la durée de vie des équipements reste fragile, comme en témoigne l'hétérogénéité des durées de vie selon les pays (OCDE 2001a, 2001b). Afin de fournir quelques repères empiriques sur le niveau de la durée de vie des équipements et l'évaluation du stock de capital, celle-ci est estimée à partir de données d'entreprises au coût historique pour l'industrie sur la période 1985-1999 : la loi de mortalité, qui relie en volume l'investissement au stock de capital, relie également l'investissement et le capital au coût historique.

Après avoir rappelé les différentes mesures du stock du capital et leurs objectifs respectifs, les principales hypothèses de la méthode de l'inventaire permanent sont précisées, puis la relation sur laquelle reposent les estimations est définie. Ensuite, la qualité des ajustements et les résultats des estimations sont détaillés. Puis, ces résultats sont comparés à ceux d'études antérieures. Enfin, l'impact de l'incorporation des terrains dans les « équipements » sur la durée de vie des équipements est examiné.

1. La méthode de l'inventaire permanent

La mesure du stock de capital peut servir à évaluer la richesse qu'il représente ou à quantifier son efficacité. On s'intéresse dans le premier cas au stock net de capital, alors qu'on cherche à mesurer les services du capital dans la seconde approche. Comme ces deux mesures sont construites à partir du stock brut de capital, trois notions peuvent être distinguées :

- le stock brut de capital est indépendant de l'âge des équipements et correspond à une évaluation des différents actifs au prix auquel ils seraient achetés s'ils étaient encore neufs ;
- le stock net de capital évalue chaque actif au prix auquel il serait acheté s'il était mis sur le marché « en l'état ». Il est calculé en retranchant la consommation de capital fixe (la perte de valeur affectant les générations d'investissement au cours du temps) au stock brut ;
- les services du capital tiennent compte de l'évolution de l'efficacité des équipements. L'ensemble des services rendus par chaque génération d'équipement correspond aux services du capital. Ceux-ci sont obtenus en corrigeant le stock brut de capital par la perte d'efficacité affectant les générations d'équipements au cours du temps.

Trois méthodes de valorisation du stock de capital existent. Chaque actif peut être valorisé au prix en vigueur lors d'une année de référence (coût constant) — au prix de l'année en cours (coût courant) ou encore au prix en vigueur au moment de son acquisition (coût historique).

L'évaluation du stock de capital se heurte au peu d'information disponible : le volume des déclassements, la consommation de capital fixe et la perte d'efficacité des équipements ne sont pas directement observables. En recourant à plusieurs hypothèses, la méthode de l'inventaire permanent permet d'estimer ces agrégats et de calculer les différents stocks de capital :

- la définition d'une loi de mortalité des équipements permet d'exprimer le volume du stock de capital brut à partir des investissements (en volume) passés et présents ;
- la définition d'un profil « âge-prix » (l'évolution du prix des équipements en fonction de leur âge) permet de calculer la consommation de capital fixe ;
- le profil « âge-efficacité » (l'évolution de l'efficacité des équipements en fonction de leur âge) permet de calculer les services du capital à partir du stock de capital brut¹.

Bien que le stock net de capital et les services du capital soient les mesures les plus appropriées, on ne s'intéressera par la suite qu'à la mesure du stock brut de capital : elle est la seule qui puisse être validée à partir de données comptables d'entreprises. Ainsi, si ces données fournissent des informations sur les amortissements permettant de calculer une dépréciation fiscale, celle-ci ne peut être assimilée à une dépréciation économique (OCDE, 2001a).

L'évaluation du stock brut de capital par la méthode de l'inventaire permanent repose sur l'hypothèse que la durée de vie de ce bien suit une loi de probabilité aléatoire prédéterminée. En notant K le stock brut de capital en volume, I l'investissement en volume, $\delta(\tau)$, la probabilité pour une génération d'investissement d'être déclassée au bout de t années (dépendant des paramètres de la loi de mortalité), et T la durée maximale de présence de ce bien au sein du stock de capital, on a :

$$K_t = \sum_{\tau=0}^{\tau=T} (1 - \delta(\tau)) \cdot I_{t-\tau} \quad (1)$$

La pertinence de la méthode de l'inventaire permanent dépend donc crucialement des paramètres de la loi de mortalité. Or, ceux-ci sont reconnus comme particulièrement fragiles, ainsi qu'en témoigne la diversité des durées de vie des équipements², selon les différentes comptabilités nationales (OCDE, 2001a, 2001b), et le peu de travaux essayant de définir empiriquement ces paramètres. Il semble dès lors intéressant de proposer un éclairage sur la durée de vie des équipements à partir de données d'entreprises au coût historique, à l'instar des travaux d'Atkinson et Mairesse (1978) et de Cette et Szpiro (1988). La loi de mortalité qui relie l'investissement en volume au stock de capital en volume relie également l'investissement et le capital au coût historique.

¹ Il existe une relation entre les profils « âge-prix » et « âge-efficacité » : le choix de l'un détermine l'autre (OCDE 2001a).

² Lorsqu'on parle du niveau de la durée de vie des équipements, on se réfère à l'espérance de cette loi de probabilité.

2. Estimation de la durée de vie des équipements

L'échantillon d'entreprises utilisé est issu de la Centrale de bilans de la Banque de France et comporte 1 640 entreprises (14 201 observations) couvrant la période 1985-1999 (cf. annexe). À partir des données comptables, après retraitements et rétropolation de l'investissement, on obtient la relation suivante au niveau individuel :

$$KCH^*_{it} = \sum_{\tau=0}^{\tau=T} ICH^*_{it-\tau} - \sum_{\tau=0}^{\tau=T} CESSCH^*_{it-\tau} \quad (2)$$

avec KCH^* , ICH^* , $CESSCH^*$ désignant respectivement les immobilisations, investissements et cessions au coût historique corrigés des écarts comptables et des réévaluations, T , la durée maximale de présence des immobilisations au sein des entreprises, i , la dimension individuelle, t , la dimension temporelle.

Si la durée de vie des équipements est une variable aléatoire d'espérance Ddv et de fonction de répartition F , la méthode de l'inventaire permanent permet d'exprimer le stock de capital au coût historique en fonction des seules chroniques d'investissement correspondantes :

$$KCH^*_{it} = \sum_{\tau=0}^{\tau=T} (1 - F(\tau; Ddv)) \cdot ICH^*_{it-\tau} \quad (3)$$

La durée de vie des équipements (son espérance) peut donc être estimée à partir de données de bilans au coût historique en utilisant la relation (3). Plus précisément, la relation estimée est la suivante :

$$\ln(KCH^*_{it}) = \ln \left(\sum_{\tau=0}^{\tau=T} (1 - F(\tau; Ddv)) \cdot ICH^*_{it-\tau} \right) + \varepsilon_{it}$$

avec ε_{it} , terme d'erreur.

La durée de vie des équipements a été estimée à partir de deux spécifications alternatives de la loi de mortalité (encadré) : la loi de Weibull et le modèle de déclassement proportionnel. Les estimations ont été réalisées en utilisant la méthode des moindres carrés non linéaires, éventuellement pondérés, pour tenir compte de l'hétérosécédasticité des perturbations.

Il convient de garder présent à l'esprit qu'en raison des données utilisées, des différents retraitements et de la méthode d'estimation, les résultats obtenus présentent certaines limites. En effet :

- ces estimations sont menées sur le seul champ de l'industrie (hors énergie) ;
- l'agrégat considéré (l'ensemble des immobilisations corporelles) est fortement hétérogène et soumis à des effets de composition³ ;

³ Une modification des poids de chacune des composantes des immobilisations corporelles affecte la durée de vie agrégée, même si les durées de vie de ces composantes restent invariables.

- les différents retraitements et rétropolations effectués reposent sur des choix conventionnels (cf. annexe) ;
- la formulation retenue repose sur l'hypothèse d'une stabilité temporelle des paramètres. Si une telle hypothèse peut être validée pour un bien homogène, elle semble d'autant plus irréaliste que l'agréat considéré est hétérogène et soumis à des effets de composition ;
- outre ces effets, on ne peut non plus exclure la possibilité d'un comportement spécifique individuel de déclassement qui ferait dépendre la durée de vie des équipements de l'environnement économique. Différentes variables telles que la conjoncture économique et le degré d'utilisation du capital semblent ainsi susceptibles d'influencer le comportement de déclassement (Dormont et Mairesse, 1985) ;
- enfin, parce que les estimations reposent sur un modèle non linéaire, elles ont été réalisées sans prise en compte d'effet individuel.

Les lois de mortalité estimées

La loi de Weibull : elle a été retenue parce que les lois de mortalité de type « courbe en cloche » (à deux paramètres) sont généralement reconnues comme plus pertinentes (OCDE, 2001a). Si la durée de vie des équipements est une variable aléatoire suivant une loi de Weibull, la probabilité de déclassement associée à un flux d'investissement acquis il y a τ années s'écrit :

$$F(\tau ; Ddv) = 1 - e^{(-\left(\frac{1}{Ddv} \cdot \tau\right)^c)} \quad \text{pour } \tau = 0, 1, \dots ,$$

avec Ddv représentant la durée de vie des équipements, et $c \geq 1$, le second paramètre de la loi de Weibull.

Le modèle de déclassement proportionnel, qui est un cas particulier de la loi de Weibull ($c = 1$), suppose que le taux de déclassement est constant et égal à l'inverse de l'espérance de la durée de vie des équipements. La probabilité de déclassement s'écrit :

$$F(\tau ; Ddv) = 1 - e^{-\frac{1}{Ddv} \cdot \tau} \quad \text{pour } \tau = 0, 1, \dots$$

Le modèle de déclassement proportionnel a été retenu parce qu'il est le plus utilisé lorsqu'il s'agit d'évaluer le stock de capital au niveau individuel. Ce modèle permet en effet d'exprimer le stock de capital en fonction du stock de capital retardé et de l'investissement courant, ce qui se révèle particulièrement utile lorsqu'on ne dispose que de peu d'informations dans la dimension temporelle.

En pratique, comme les probabilités de déclassement associées aux différentes lois de mortalité ne tendent qu'asymptotiquement vers 0, des lois tronquées ont été utilisées. La durée de présence maximale des équipements au sein des entreprises a été limitée à quarante années.

3. Les résultats

3.1. La décomposition sectorielle n'atténue pas l'hétérogénéité entre entreprises

Les estimations⁴ ont été réalisées à différents niveaux sectoriels (Nes36, Nes16, ensemble des entreprises) et plusieurs indicateurs ont été calculés pour juger de la qualité des ajustements : la somme des carrés des résidus (Scr) ainsi que la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (Rmse) ont été retenues. Il ressort de l'examen de ces indicateurs de qualité d'ajustement que :

- ces indicateurs sont identiques quel que soit le niveau d'agrégation (cf. tableau 1) : la décomposition sectorielle ne semble pas atténuer l'hétérogénéité entre entreprises⁵. Pour cette raison, on ne présentera par la suite que les estimations réalisées au niveau le plus agrégé ;
- comme on pouvait s'y attendre, puisque le modèle de déclassement est un cas particulier et contraint de la loi de Weibull, cette dernière conduit à un ajustement plus satisfaisant que le modèle de déclassement proportionnel.

Tableau 1
Décomposition sectorielle et qualité de l'ajustement

	Loi de Weibull				Modèle de déclassement proportionnel			
	Estimations pondérées		Estimations non pondérées		Estimations pondérées		Estimations non pondérées	
	Scr	Rmse	Scr	Rmse	Scr	Rmse	Scr	Rmse
Nes36	385,9	0,16	470,2	0,18	447,3	0,18	543,3	0,20
Nes16	392,5	0,17	476,5	0,18	453,5	0,18	549,6	0,20
Total	394,2	0,17	478,0	0,18	454,6	0,18	550,4	0,20

NB : Les poids utilisés sont obtenus à partir des résidus des estimations non pondérées d'une loi de Weibull.

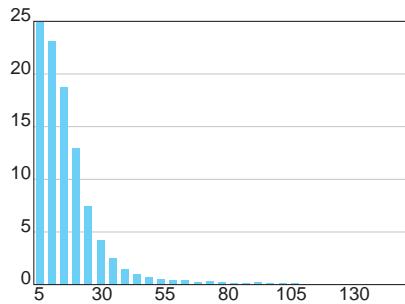
⁴ Les tests sur les perturbations ayant conduit à accepter l'hypothèse d'un terme d'erreur dépendant du nombre d'années de présence des entreprises dans l'échantillon et du logarithme de la moyenne individuelle des immobilisations, des régressions pondérées s'inspirant de la méthode de White ont été effectuées afin de corriger cette source d'hétéroscédasticité. Afin de rendre les résultats des estimations des différentes lois de mortalité comparables, les mêmes poids (calculés à partir des estimations non pondérées de la loi de Weibull) ont été utilisés pour toutes les lois de mortalité. La nature de l'hétéroscédasticité n'étant néanmoins pas précisément connue, on ne peut être certain que les poids utilisés sont corrects. On ne peut dès lors affirmer que la régression pondérée est préférable à la régression non pondérée (Greene, 2000). C'est pourquoi on présente également les résultats des estimations non pondérées.

⁵ On retrouve un résultat déjà souligné par Mairesse (Mairesse, 1988) : « La dispersion des variables et l'hétérogénéité apparente des estimations ne sont en effet qu'assez faiblement diminuées intra-sectoriellement, [...] ».

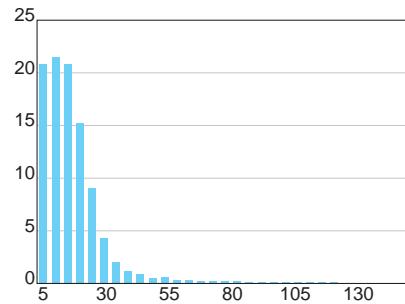
Afin de fournir une vision plus précise de la qualité de l'ajustement, l'écart relatif absolu entre les immobilisations estimées et observées⁶ a été calculé (à partir des estimations non pondérées) :

- pour la loi de Weibull (cf. graphique 1), un quart des observations est évalué avec une erreur inférieure à 5 % et près de la moitié avec une erreur inférieure à 10 %. Cette proportion passe à 80 % pour une erreur inférieure à 20 % ;
- les résultats sont légèrement moins satisfaisants pour le modèle de déclassement proportionnel (cf. graphique 2) : 20 % des observations sont évaluées avec une erreur inférieure à 5 %, un peu plus de 40 % avec une erreur inférieure à 10 %.

Graphique 1
Qualité de l'ajustement
(loi de Weibull)
 Écart relatif absolu entre les immobilisations estimées et observées
 (en % de l'échantillon)



Graphique 2
Qualité de l'ajustement
(modèle de déclassement proportionnel)
 Écart relatif absolu entre les immobilisations estimées et observées
 (en % de l'échantillon)



3.2. L'ajustement global masque des différences selon la dimension considérée

Afin d'approfondir l'examen de la qualité de l'ajustement, les sommes des carrés des résidus ont été décomposées selon les dimensions individuelle et temporelle, d'après la relation suivante :

$$\text{Scr} = \sum_{i=t} \sum [KCH_{it} - \hat{KCH}_{it}]^2 = \sum_{i=t} [KCH_i - \hat{KCH}_i]^2 + \sum_{i=t} \sum [(KCH_{it} - KCH_i) - (KCH_{it} - \hat{KCH}_i)]^2$$

$$\text{Scr} = \text{Scr}_B + \text{Scr}_W$$

avec

KCH , le logarithme des immobilisations corporelles, au coût historique, observées
 \hat{KCH} , le logarithme des immobilisations corporelles, au coût historique, estimées

⁶ Soit $\left| \frac{\hat{KCH}}{KCH} - 1 \right|$, avec \hat{KCH} représentant les immobilisations estimées au coût historique et KCH , les immobilisations observées, au coût historique.

Le premier terme, Scr_B correspond aux erreurs provenant d'une mauvaise appréhension de la dimension individuelle (l'hétérogénéité entre les entreprises), tandis que le second, Scr_W , correspond aux erreurs provenant d'une mauvaise estimation de la dimension temporelle (les écarts au niveau moyen). Cette décomposition montre que la loi de Weibull conduit à un meilleur ajustement en raison d'une meilleure estimation de l'hétérogénéité inter-entreprises alors que le modèle de déclassement proportionnel aboutit à un ajustement plus satisfaisant dans la dimension temporelle (cf. tableau 2).

Tableau 2

**Somme des carrés des résidus
dans les dimensions individuelles et temporelles**

	Loi de Weibull		Modèle de déclassement proportionnel	
	Estimations pondérées	Estimations non pondérées	Estimations pondérées	Estimations non pondérées
Dimension individuelle	302,2	382,9	380,8	477,0
Dimension temporelle	91,9	95,1	73,9	73,4

NB : Les poids utilisés sont obtenus à partir des résidus des estimations non pondérées d'une loi de Weibull.

3.3. Le niveau de la durée de vie dépend de la loi de mortalité

L'estimation des durées de vie montre que le niveau de la durée de vie des équipements est lié à la loi de mortalité (cf. tableau 3) : les durées de vie ressortant du modèle de déclassement proportionnel sont plus élevées que pour la loi de Weibull. Il découle de ce lien entre la loi de mortalité et la durée de vie qu'un diagnostic sur le niveau de la durée de vie des équipements ne semble pas pouvoir être effectué sans préciser la loi de mortalité sous-jacente et qu'il semble délicat d'utiliser pour une loi de mortalité donnée une durée de vie associée à une autre loi de mortalité.

Tableau 3

Loi de mortalité et durée de vie des équipements

	Loi de Weibull		Modèle de déclassement proportionnel
	Durée de vie des équipements	Deuxième paramètre	
Estimations pondérées	15,6 (0,06)	2,1 (0,04)	19,8 (0,08)
Estimations non pondérées	15,2 (0,05)	2,1 (0,03)	18,7 (0,08)

NB : Les écarts-types (asymptotiques) sont indiqués entre parenthèses ; les poids utilisés sont obtenus à partir des résidus des estimations non pondérées d'une loi de Weibull.

4. Comparaison avec d'autres travaux

Afin de pouvoir comparer les durées de vie estimées avec celles d'autres études, le tableau 4 présente les résultats d'estimations à un niveau sectoriel plus détaillé (Nes 16).

Tableau 4

Estimations des durées de vie des équipements au niveau Nes 16

(en années)

	Loi de Weibull		Modèle de déclassement proportionnel	
	Estimations pondérées	Estimations non pondérées	Estimations pondérées	Estimations non pondérées
Industries agricoles et alimentaires (EB)	14,9 (0,16)	14,7 (0,15)	20,0 (0,20)	19,5 (0,2)
Industries des biens de consommation (EC)	15,9 (0,14)	15,5 (0,13)	19,6 (0,16)	18,7 (0,17)
Industrie automobile (ED)	14,6 (0,31)	14,3 (0,28)	23,6 (0,81)	19,9 (0,67)
Industries de biens d'équipement (EE)	15,7 (0,17)	15,3 (0,16)	19,8 (0,18)	18,5 (0,18)
Industries des biens intermédiaires (EF)	15,6 (0,08)	15,1 (0,07)	19,6 (0,11)	18,5 (0,11)

Les paramètres estimés peuvent ainsi être comparés avec les résultats d'Atkinson et Mairesse (1978) et Cette et Szpiro (1988).

Atkinson et Mairesse ont calculé des durées de vie des équipements sur la période 1966-1975 à partir d'un panel de 106 entreprises appartenant aux industries des biens intermédiaires, des biens d'équipement et des biens de consommation. Quatre lois de mortalité, dont deux correspondent à celles utilisées dans cette étude, sont utilisées. L'agrégat considéré pour mesurer le stock de capital correspond aux immobilisations corporelles.

La présente étude confirme certains des résultats d'Atkinson et Mairesse (cf. tableau 5) : des durées de vie plus longues lorsqu'on utilise un modèle de déclassement proportionnel, plus courtes lorsqu'on postule un modèle de sortie simultanée, des durées de vie des équipements proches dans les industries des biens intermédiaires et les industries des biens de consommation. Ces auteurs trouvent en revanche des durées de vie des équipements globalement plus longues : sous l'hypothèse d'une loi de Weibull, les durées de vie estimées sont supérieures à 20 ans (excepté pour les industries des biens d'équipement où les résultats sont proches) alors qu'elles semblent désormais plus proches de 15 ans. On ne peut exclure que la durée de vie des équipements se soit sensiblement raccourcie entre la période 1966-1975 et 1985-1999.

Tableau 5

Durées de vie des équipements sur la période 1966-1975

	Loi de Weibull	Modèle Lognormal	Modèle de déclassement proportionnel	(en années) Modèle de sortie simultanée
Industries des biens intermédiaires	22,7	20,4	74,2	20
Industries des biens d'équipement	16,2	14,7	33,8	14
Industries des biens de consommation	21,5	19,1	66,2	19

Source : Atkinson et Mairesse (1978)

À partir d'un échantillon d'environ 3 200 entreprises issues de la Centrale des Bilans de la Banque de France, Cette et Szpiro (1988) ont calculé des durées de vie à différents niveaux sectoriels à partir d'un modèle de sortie simultanée (« mort soudaine »). L'agrégat considéré pour mesurer le stock de capital diffère de celui retenu dans la présente étude puisqu'il s'agit des immobilisations corporelles hors terrains.

Dans la présente étude, certains résultats obtenus par Cette et Szpiro sont confirmés, notamment une durée de vie des équipements plus courte dans les industries agro-alimentaires et plus longue dans les industries des biens de consommation et des biens intermédiaires. Ces auteurs obtiennent, en revanche, des durées de vie globalement plus courtes (cf. tableau 6), ce qui pourrait s'expliquer par la loi de mortalité et l'agrégat retenus, ainsi que par un traitement différent des réévaluations. Comme il semblerait que le niveau de la durée de vie dépende de la loi de mortalité considérée, il paraît difficile de comparer directement les durées de vie estimées dans cette étude à celles obtenues par ces auteurs.

Tableau 6

Niveau moyen de la durée de vie des équipements sur la période 1972-1984

	Durée de vie des équipements
U02 industries agricoles et alimentaires	11,2
U04 biens intermédiaires	15,1
U05 biens d'équipements	11,0
U06 biens de consommation	12,5

Source : Cette et Szpiro (1988)

5. L'impact de la prise en compte des terrains sur la durée de vie des équipements : éléments d'appréciation

L'agrégat utilisé pour estimer les durées de vie incorpore les immobilisations en terrains. La présence des terrains au sein des immobilisations fragilise les estimations : on ne peut exclure qu'elle conduise à majorer la durée de vie des équipements (dans la mesure où celle-ci s'entend habituellement hors terrains).

Les immobilisations en terrains ne sont disponibles qu'à partir de 1985. Or, de nombreuses entreprises (34,2 %) sont présentes dès 1972 dans l'échantillon. De plus, seul le stock d'immobilisations en terrains est disponible : le calcul des cessions et investissements en terrains nécessiterait donc de recourir à des hypothèses⁷. Pour toutes ces raisons, et bien qu'il s'agisse d'une hypothèse forte, les terrains ont été conservés dans les immobilisations corporelles. Leur maintien permet de garder une homogénéité des investissements et des immobilisations sur l'ensemble de la période 1972-1999.

Afin de préciser l'impact de l'incorporation des terrains, des durées de vie ont été estimées sur différents sous-échantillons se distinguant par l'importance de la part des terrains dans les immobilisations (cf. tableau 7). Si l'incorporation des terrains dans les immobilisations corporelles allonge la durée de vie, alors les durées de vie estimées seront d'autant plus longues que le poids des terrains dans les immobilisations sera élevé.

Tableau 7
Impact des terrains sur la durée de vie des équipements : définition des sous-échantillons

Sous-échantillon	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Poids maximum des terrains dans les immobilisations (%)	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	1	1,5	2,0	2,5	5,0	7,5	10,0
Observations du sous-échantillon	3 151	3 331	3 668	3 957	4 184	4 431	5 648	6 723	7 707	8 774	11 356	12 826	13 359

NB : le sous-échantillon 1 correspond à l'ensemble des entreprises pour lesquelles les immobilisations en terrains sont nulles.

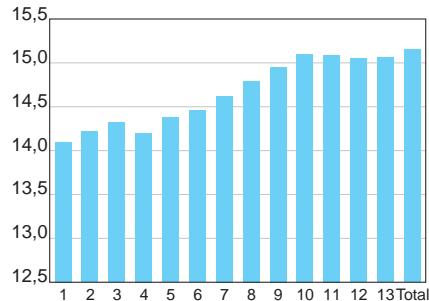
⁷ Par exemple, si les immobilisations en terrains s'accroissent au cours d'une période, le montant de l'investissement pourrait être corrigé de cet accroissement, tandis qu'en cas de diminution de ces immobilisations, le montant des cessions serait diminué d'un montant équivalent. Une telle démarche est proche de celle de Cette et Szpiro (1988).

Bien que les estimations (non pondérées) soient affectées par l'hétérogénéité entre entreprises, il semble néanmoins que l'incorporation des terrains dans les immobilisations corporelles conduise à un allongement de la durée de vie des équipements (graphiques 3 et 4) :

- pour la loi de Weibull, la durée de vie des équipements estimée à partir du sous-échantillon d'entreprises où les immobilisations en terrains sont nulles est de 14 ans ; elle est de 15 ans pour l'échantillon total ;
- cet écart est plus important pour le modèle de déclassement proportionnel : la durée de vie des équipements, estimée à partir du sous-échantillon d'entreprises où les immobilisations en terrains sont nulles, est de 16 ans ; elle est proche de 19 ans pour l'échantillon total.

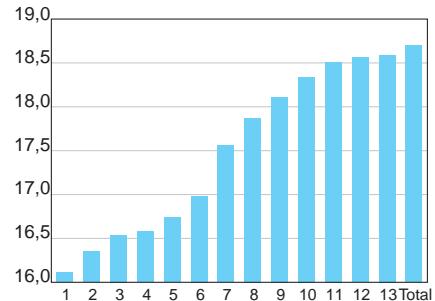
Graphique 3
Durée de vie des équipements
(loi de Weibull)
Estimations non pondérées

(en années)



Graphique 4
Durée de vie des équipements
(modèle de déclassement proportionnel)
Estimations non pondérées

(en années)



Il ressort de cette étude que l'estimation de durées de vie des équipements à partir de données individuelles est sensiblement influencée par la loi de mortalité supposée des équipements et par l'agrégat considéré. En revanche, la décomposition sectorielle n'atténue pas l'hétérogénéité inter-entreprises.

Si ces estimations sont fragiles, elles permettent néanmoins de définir des couples « durée de vie des équipements – loi de mortalité » conduisant à une évaluation du stock brut de capital en volume empiriquement fondée.

Bibliographie

- Atkinson M., Mairesse J. (1978), « *Length of life of equipment in French manufacturing industries* », *Annales de l'INSEE*, n°30-31
- Cette G., Szpiro D. (1988), « La durée de vie des équipements industriels sur la période 1972-1984 », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n°28
- Dormont B., Mairesse J. (1985), « Labor and Investment Demand at the Firm Level », *European Economic Review*, n°28
- Greene W. H. (2000), *Econometric Analysis*, fourth edition, Prentice Hall
- INSEE (1978), « Rétropolation des comptes nationaux dans le nouveau système de comptabilité nationale française », séries 1959-1970, Collection C, n°67-68
- INSEE (1990), « 20 ans de comptes nationaux 1970-1989 », *INSEE Résultats* n°104-105
- INSEE (1999a), « *Annuaire rétrospectif de la France* », séries longues 1948-1988
- INSEE (1999b), « L'industrie dans les comptes nationaux, séries longues 1977-1997 en base 1980 », Tome 1 : séries agrégées, *INSEE Résultats* n°17
- INSEE (2000), « Comptes et Indicateurs Economiques, Rapport sur les comptes de la Nation 1999 », *INSEE Résultats* n°187-188
- Kremp (1993), « La question du nettoyage des données », *document de la Centrale des Bilans*, D93/01
- Mairesse, J., (1988), « Les lois de la production ne sont plus ce qu'elles étaient : une introduction à l'économétrie des panels », *Revue économique*, janvier
- Nber (1980), « *The Measurement of Capital, Studies in Income and Wealth* », vol.45
- OCDE(2001a), « *Measuring Capital, A Manual on the Measurement of Capital Stocks, Consumption of Fixed Capital and Capital Services* », Secrétariat Général
- OCDE (2001b), « *OECD Manual on Productivity Measurement : a Guide to the Measurement of Industry-Level and Aggregate Productivity Growth* », Direction des Statistiques et Direction des Sciences, des Technologies et de l'Industrie

Annexe

Les données utilisées

L'échantillon utilisé provient du fichier Centrale des bilans couvrant la période 1972-1999. En raison de modifications intervenues dans cette base, on dispose des immobilisations sur la période 1985-1999 et de l'investissement sur la période 1972-1999.

La première sélection d'entreprises a consisté à ne conserver que les entreprises de l'industrie hors énergie présentes continûment sur tout ou partie de la période 1972-1999 pour lesquelles on dispose des immobilisations, au coût historique, sur au moins deux années, et de l'investissement, sur une période d'au moins dix ans avant la première année pour laquelle ces immobilisations sont disponibles. Pour ces entreprises, on dispose d'une relation d'accumulation en valeur pour les années postérieures à 1984 ($t = 1985, \dots, 1999$) :

$$KCH_t = ICH_t + REEVCH_t - CESSCH_t + KCH_{t-1} + \varepsilon_{1t} + \varepsilon_{2t}$$

avec KCH , la valeur au coût historique des immobilisations corporelles, ICH , l'investissement au coût d'acquisition, $REEVCH$, les réévaluations affectant les immobilisations, $CESSCH$, les cessions d'immobilisations, ε_1 , l'écart résultant de la différence entre les immobilisations en fin de période et ses composantes pour une même année tenant à d'éventuelles erreurs sur les variables, ε_2 , l'écart résultant de la différence entre les immobilisations en début de période et celles en fin de période du bilan précédent, dû par exemple à des restructurations.

Un retraitement des composantes de cette relation est réalisé pour obtenir une expression des immobilisations corporelles en fonction des investissements et cessions : les réévaluations sont ôtées des immobilisations et les écarts comptables sont incorporés à l'investissement ou aux cessions.

Sur la période 1985-1999, où on dispose du montant des réévaluations, celles-ci sont retranchées de la valeur des immobilisations corporelles. L'hypothèse forte sur laquelle repose cette correction est que, sur l'ensemble de la période 1985-1999, les réévaluations sont incorporées aux immobilisations corporelles : les équipements qu'elles concernent n'ont pas été déclassés. L'impact du retraitement des réévaluations doit cependant être relativisé dans la mesure où 99,1 % des entreprises n'ont pas connu de réévaluations sur la période 1985-1999.

Les décalages comptables (ε_1 et ε_2) sont retraités à partir de la règle suivante : lorsque leur somme est positive, elle est affectée à l'investissement, lorsqu'elle est négative, elle est incorporée aux cessions. Afin de limiter l'impact de cette correction, les entreprises pour lesquelles ces écarts comptables dépassent 5 % du montant des immobilisations de début de période sont supprimées.

Afin de disposer de données d'investissement sur longue période, celui-ci a été rétropolé au niveau individuel à partir de données de comptabilité nationale. Sur la période 1970-1984, lorsque cela est nécessaire, l'investissement est rétropolé à partir de données d'investissement en valeur au niveau NAP40 (INSEE, 1990, 1999).

Sur la période 1949-1969, l'investissement est rétropolé à partir de données sectorielles à un niveau plus agrégé : NAP15 pour la période 1959-1969 (INSEE, 1978), ensemble de l'économie pour la période 1949-1959 (INSEE, 1999). Avant 1949, le taux de croissance de l'investissement en valeur est arbitrairement fixé à 10 % par an, soit l'hypothèse adoptée par Atkinson et Mairesse.

Afin d'assurer une meilleure fiabilité des résultats, plusieurs conditions supplémentaires sont imposées : les entreprises pour lesquelles la somme des vingt derniers flux d'investissements est inférieure à la valeur des immobilisations corporelles sont supprimées, de même que celles présentant des valeurs aberrantes pour certains ratios ou taux de croissance⁸. L'ensemble de ces étapes conduit à un échantillon non cylindré de 1 640 entreprises représentant 14 201 observations.

⁸ Une observation a été jugée aberrante lorsqu'elle était hors de l'intervalle $[Q1 - 5 \cdot (Q3 - Q1); Q3 + 5 \cdot (Q3 - Q1)]$, avec $Q1$ et $Q3$, respectivement, le premier et troisième quartile de la distribution de la variable considérée (Kremp, 1993).

Résumés d'études

Le texte intégral de l'étude résumée ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

Les opérations internationales des banques résidentes en France au troisième trimestre 2002

L'encours des créances internationales du système bancaire résident en France a augmenté de 0,6 % au troisième trimestre 2002, pour atteindre 840 milliards de dollars à fin septembre. Cette progression provient, notamment, du développement des opérations sur titres, dont l'encours progresse de 0,8 % sur le trimestre et de 24,4 % sur un an. À l'inverse, les encours de prêts bancaires se situent en léger repli depuis un an (- 1,4 %), en dépit d'une légère remontée (0,5 %) au cours du dernier trimestre étudié. S'agissant des engagements internationaux, les encours ont diminué de 0,7 %, pour s'établir à 896,9 milliards de dollars à fin septembre.

L'euro renforce sa position de devise la plus utilisée devant le dollar, puisqu'il représente, fin septembre 2002, 49,5 % de l'encours des prêts internationaux des banques résidentes (la part du dollar s'élevant à 38,7 %) et 47,7 % de l'encours des emprunts internationaux (contre 39,7 % pour le dollar). La part de l'euro progresse en un an de, respectivement, 3,1 et 5,5 points dans les prêts et les engagements bancaires, essentiellement au détriment de la devise américaine.

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). 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 Paris¹) 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

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

- en janvier 2003
- additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de décembre 2002

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

- en janvier 2003
- additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de décembre 2002

Commission bancaire

Rectificatif à l'instruction n° 96-01 du 8 mars 1996 relative à la surveillance prudentielle des risques de marché

Rectificatif à l'instruction n° 2000-07 relative au contrôle des grands risques et des risques bruts

Mémorandum entre les autorités françaises et italiennes concernant l'association entre MTS SPA (MTS), Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG) et Clearnet

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

Banque de France

Adjudications 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

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

Statistiques

Sommaire

	Tableau n°	Page
Environnement international		
Croissance du produit intérieur brut	1	S1
Prix à la consommation	2	S2
Taux de chômage	3	S3
Compétitivité de l'économie française	4	S4
Taux d'intérêt des euromonnaies	5	S5
Données de référence nationales		
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
Placements et financements de l'économie nationale		
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
Détenzione 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
Système de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	34	S38

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

	(en %)														
	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle							En glissement annuel				
	2000	2001	2002	2001			2002				2001			2002	
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
France	4,2	1,8	1,2	0,3	- 0,3	0,7	0,4	0,3	0,2	1,9	0,4	0,7	1,2	1,2	1,7
Allemagne	2,9	0,6	0,2	- 0,2	- 0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	- 0,1	- 1,2	0,4	1,0	0,5
Autriche	3,7	0,6		0,0	- 0,1	0,8	0,4	0,1		0,4	- 0,4	0,2	1,1	1,2	
Belgique	3,7	0,8		0,0	- 0,5	0,5	0,4	0,4		0,6	- 0,8	- 0,3	0,5	0,9	
Espagne	4,2	2,7	2,0	1,0	0,1	0,5	0,5	0,8	0,3	2,9	2,3	2,0	2,0	1,8	2,1
Finlande	5,5	0,6	1,6	1,3	0,1	- 0,3	1,8	0,5	0,7	0,1	- 0,5	- 1,2	2,9	2,1	2,8
Grèce	4,2	4,1	4,0	1,7	0,0	2,1	0,3	1,3	- 0,3	3,5	3,7	4,6	4,2	3,8	3,5
Irlande	10,0	5,7								4,3	1,1	4,7	6,6	6,9	
Italie	3,1	1,8	0,4	0,0	- 0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	1,7	0,7	0,0	0,1	0,5	1,0
Luxembourg	8,9	1,0													
Pays-Bas	3,3	1,3	0,3	- 0,1	- 0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	1,1	0,3	0,1	0,1	0,4	0,5
Portugal	3,7	1,6		- 0,8	0,6	0,1	1,3	- 2,5		0,9	1,0	1,0	1,2	- 0,5	
Zone euro	3,5	1,4		0,1	- 0,2	0,4	0,4	0,3		1,3	0,5	0,4	0,7	0,9	
Danemark	2,8	1,4	1,6	1,2	- 0,1	0,3	1,5	- 0,7	0,0	1,6	0,9	1,4	3,0	1,0	1,1
Royaume-Uni	3,1	2,0	1,6	0,3	0,2	0,1	0,6	0,9	0,4	1,8	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
Suède	4,5	1,1		0,2	0,5	0,5	0,6	0,4		0,3	0,6	1,1	2,0	2,1	
Union européenne	3,4	1,5		0,2	- 0,1	0,4	0,4	0,4		1,3	0,6	0,5	0,9	1,1	
États-Unis	3,8	0,3	2,4	- 0,1	0,7	1,2	0,3	1,0	0,4	- 0,4	0,1	1,4	2,2	3,3	2,9
Japon	2,8	0,4	0,3	- 1,1	- 0,4	0,1	1,3	0,7	0,5	- 0,6	- 2,4	- 2,8	- 0,2	1,7	2,6

NB : 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 mars 2003
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

	(variations sur douze mois en %, données brutes)													
	2002						2003							
	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février
France	2,3	2,2	2,1	1,5	1,5	1,6	1,8	1,8	1,9	2,1	2,2	1,9	1,9	
Allemagne	1,7	1,9	1,3	1,0	0,7	1,0	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	1,3	1,0	1,2
Autriche	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	2,1	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
Belgique	2,5	2,5	1,7	1,4	0,8	1,1	1,3	1,2	1,3	1,1	1,3	1,6	1,2	
Espagne	3,2	3,2	3,7	3,7	3,4	3,5	3,7	3,5	4,0	3,9	4,0	3,6	3,8	
Finlande	2,5	2,6	2,6	1,8	1,5	2,0	1,8	1,4	1,7	1,7	1,7	2,0	1,4	
Grèce	3,8	4,4	4,1	3,8	3,6	3,6	3,8	3,8	3,9	3,9	3,5	3,9	3,3	
Irlande	4,9	5,1	5,0	5,0	4,5	4,2	4,5	4,5	4,4	4,7	4,6	4,7	4,7	
Italie	2,7	2,5	2,5	2,4	2,2	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6	2,9	2,6
Luxembourg	2,2	1,7	1,9	1,3	1,3	1,9	2,0	2,2	2,5	2,7	2,8	2,1	3,3	
Pays-Bas	4,5	4,3	4,2	3,8	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	3,4	3,5	3,9	2,9	
Portugal	3,3	3,3	3,5	3,4	3,5	3,6	3,9	3,8	4,1	4,1	4,0	3,7	4,0	
Zone euro	2,4	2,5	2,3	2,0	1,8	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	
Danemark	2,4	2,5	2,3	1,9	2,2	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	
Royaume-Uni	1,5	1,5	1,3	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0	1,4	1,6	1,7	1,3	1,4	
Suède	2,7	3,0	2,2	1,7	1,7	1,8	1,7	1,2	1,7	1,4	1,7	2,0	2,6	
Union européenne	2,3	2,3	2,1	1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	
États-Unis	1,1	1,5	1,6	1,2	1,1	1,5	1,8	1,5	2,0	2,2	2,4	1,6	2,6	
Japon	- 1,6	- 1,2	- 1,1	- 0,9	- 0,7	- 0,8	- 0,9	- 0,7	- 0,9	- 0,4	- 0,3	- 0,9	- 0,4	

NB : Indices harmonisés pour les pays de l'Union européenne

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 5 mars 2003
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

	(en % de la population active, données cvs)													
	2002						2003							
	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février
France	8,8	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,1	9,0	9,1	
Allemagne	9,6	9,6	9,6	9,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	10,0	10,1	9,8	10,3	
Autriche	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	
Belgique	7,1	7,2	7,3	7,3	7,3	7,4	7,3	7,2	7,4	7,5	7,6	7,3	7,7	
Espagne	11,1	11,2	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,8	12,0	11,4	12,1	
Finlande	9,0	9,0	9,3	9,4	8,9	9,2	9,2	8,8	9,1	8,8	8,9	9,1	8,9	
Grèce														
Irlande	4,3	4,4	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,3		
Italie		9,1			9,0			9,0			8,9	9,0		
Luxembourg (a)	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,3	3,4	2,9	3,8	
Pays-Bas	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,2	2,5	
Portugal	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,7	5,9	5,0	6,1	
Zone euro	8,1	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5	8,3	8,6	
Danemark	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,3	5,3	5,4	5,4	5,2		
Royaume-Uni	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
Suède	4,0	3,8	3,8	3,4	4,0	4,3	4,1	4,2	3,7	3,9	4,1	4,0	5,1	
Union européenne	7,5	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,7	7,7	7,7	7,8	7,6	7,9	
États-Unis	5,6	5,7	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8	5,7	5,8	5,9	6,0	5,8	5,7	
Japon	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4	5,5	5,4	5,5	5,3	5,4	5,4	5,5	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, OCDE, Eurostat

Réalisé le 5 mars 2003
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

Compétitivité de l'économie française

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
1998	Décembre	110,30	98,00	110,00	96,20	139,40	95,40
1999	Décembre	110,30	97,50	108,10	94,10	132,50	89,80
2000	Décembre	110,30	96,50	107,80	92,80	129,70	86,70
2001	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	132,10	87,50
2002	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,40	90,80
2001	Février	110,30	95,90	108,40	92,80	131,60	87,50
	Mars	110,30	96,00	108,30	92,90	131,80	87,80
	Avril	110,30	96,00	108,20	92,70	131,60	87,50
	Mai	110,30	96,30	107,90	92,80	130,50	87,00
	Juin	110,30	96,10	107,90	92,60	129,70	86,30
	Juillet	110,30	95,90	107,90	92,50	130,40	86,70
	Août	110,30	95,90	108,30	92,80	132,10	87,70
	Septembre	110,30	95,90	108,30	92,80	132,50	87,90
	Octobre	110,30	96,10	108,30	93,00	132,70	88,20
	Novembre	110,30	95,90	108,20	92,60	131,70	87,30
	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	132,10	87,50
2002	Janvier	110,30	95,80	108,10	92,60	132,10	87,70
	Février	110,30	95,60	107,90	92,30	131,60	87,20
	Mars	110,30	95,70	108,00	92,40	131,80	87,40
	Avril	110,30	95,80	108,00	92,40	132,10	87,50
	Mai	110,30	95,70	108,30	92,60	133,30	88,20
	Juin	110,30	95,70	108,70	93,00	135,00	89,40
	Juillet	110,30	95,70	108,60	92,90	136,10	90,10
	Août	110,30	95,80	108,50	92,90	135,80	89,90
	Septembre	110,30	95,80	108,40	92,70	136,00	90,00
	Octobre	110,30	95,80	108,30	92,70	136,30	90,20
	Novembre	110,30	95,90	108,50	92,90	136,80	90,50
	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,40	90,80
2003	Janvier	110,30	95,70	109,00	93,20	139,10	91,90
	Février	110,30	95,70	109,20	93,40	139,90	92,40

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 : BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg – Calculs Banque de France

Réalisé le 3 mars 2003
DGEI – DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Septembre 2002		Octobre 2002		Novembre 2002		Décembre 2002		Janvier 2003		Février 2003	
	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.
Euro												
Au jour le jour	3,470	3,291	3,355	3,287	3,390	3,287	3,450	3,066	2,885	2,789	2,800	2,754
À 1 mois	3,280	3,294	3,290	3,280	3,085	3,184	2,870	2,957	2,790	2,836	2,620	2,761
À 3 mois	3,260	3,287	3,260	3,232	2,905	3,077	2,840	2,911	2,805	2,812	2,540	2,669
À 6 mois	3,180	3,233	3,180	3,133	2,970	2,992	2,770	2,852	2,725	2,726	2,420	2,552
À 1 an	3,070	3,191	3,110	3,077	2,985	2,971	2,730	2,840	2,590	2,664	2,385	2,483
Dollar												
Au jour le jour	1,890	1,786	1,820	1,778	1,330	1,353	1,380	1,283	1,270	1,265	1,290	1,259
À 1 mois	1,770	1,768	1,650	1,766	1,390	1,366	1,290	1,340	1,270	1,285	1,270	1,273
À 3 mois	1,740	1,752	1,610	1,735	1,370	1,400	1,310	1,347	1,280	1,302	1,270	1,273
À 6 mois	1,640	1,724	1,520	1,672	1,400	1,403	1,310	1,363	1,280	1,306	1,270	1,274
À 1 an	1,660	1,805	1,580	1,746	1,660	1,575	1,390	1,515	1,370	1,415	1,320	1,345
Livre sterling												
Au jour le jour	3,450	3,850	3,450	3,983	3,880	3,663	4,125	4,106	4,110	3,761	3,700	3,698
À 1 mois	3,900	3,914	3,885	3,896	3,910	3,889	3,920	3,925	3,910	3,921	3,650	3,712
À 3 mois	3,880	3,923	3,900	3,905	3,930	3,916	3,890	3,959	3,935	3,927	3,620	3,707
À 6 mois	3,870	3,920	3,870	3,911	4,070	3,945	3,915	3,961	3,750	3,900	3,540	3,646
À 1 an	3,890	4,005	3,930	3,998	4,230	4,044	3,890	4,049	3,835	3,919	3,460	3,593
Yen												
Au jour le jour	0,000	0,001	0,002	0,004	0,015	0,000	- 0,035	- 0,012	- 0,015	- 0,020	- 0,015	- 0,012
À 1 mois	0,035	0,027	0,040	0,005	- 0,030	- 0,009	0,060	0,016	- 0,015	- 0,008	- 0,015	- 0,028
À 3 mois	0,015	0,025	0,045	0,027	0,010	0,001	- 0,035	0,007	- 0,015	- 0,013	0,015	- 0,006
À 6 mois	0,035	0,040	0,080	0,057	0,040	0,033	0,025	0,020	0,025	0,022	0,015	0,016
À 1 an	0,100	0,100	0,160	0,116	0,120	0,114	0,090	0,089	0,090	0,089	0,090	0,094
Franc suisse												
Au jour le jour	0,310	0,616	0,270	0,286	0,260	0,265	0,125	0,219	0,220	0,230	0,260	0,259
À 1 mois	0,680	0,655	0,640	0,669	0,690	0,640	0,560	0,638	0,560	0,555	0,550	0,546
À 3 mois	0,710	0,675	0,700	0,700	0,680	0,672	0,550	0,621	0,540	0,552	0,530	0,533
À 6 mois	0,700	0,690	0,690	0,701	0,720	0,680	0,560	0,628	0,550	0,559	0,520	0,528
À 1 an	0,790	0,811	0,760	0,808	0,850	0,779	0,590	0,726	0,640	0,650	0,520	0,557

Source : Banque de France

Réalisé le 3 mars 2003
 DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Mars 2002	Avril 2002	Mai 2002	Juin 2002	Juillet 2002	Août 2002
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	9,10	9,37	8,76	5,73	4,64	6,74
– Comptes sur livret	8,32	8,36	8,59	8,55	8,74	8,72
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	9,00	9,70	11,00	5,50	3,30	5,00
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	6,04	6,01	5,35	5,10	3,95	4,99
– Endettement intérieur total	7,82	6,85	6,70	6,58	5,62	4,92
Taux d'intérêt (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,39	3,41	3,47	3,46	3,41	3,35
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	5,24	5,24	5,26	5,11	4,96	4,67
– 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
Cours de change (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	0,88	0,89	0,92	0,96	0,99	0,98
– EUR/JPY	114,75	115,81	115,86	117,80	117,11	116,31
– EUR/GBP	0,62	0,61	0,63	0,64	0,64	0,64
Prix de détail (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,48	0,38	0,09	0,00	0,00	0,19
– Variation depuis le début de l'année	1,05	1,44	1,53	1,53	1,53	1,73
– Glissement sur 12 mois	2,13	2,03	1,44	1,44	1,63	1,82
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	0,78	0,43	- 0,43	0,00	- 0,17	0,34
– Glissement sur 12 mois	- 1,02	- 0,26	- 0,85	- 1,02	- 2,35	- 2,02
Demandeurs d'emploi (cvs)						
– Variation mensuelle	0,96	0,25	0,06	0,80	0,52	0,18
– Glissement sur 12 mois	7,03	7,48	7,82	8,11	7,86	7,46
– Taux de chômage (définition BIT)	8,90	8,90	8,90	9,00	9,00	9,00
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
– Importations FAB (NES 1999)	26,62	27,00	26,57	25,86	26,71	26,46
– Exportations FAB (NES 1999)	26,88	28,13	27,65	26,47	28,32	27,64
– Solde mensuel	0,26	1,13	1,08	0,61	1,61	1,18
– Solde cumulé depuis le début de l'année	1,40	2,54	3,62	4,23	5,83	7,02
Transactions courantes (en millions d'euros)						
– Solde mensuel brut	2 247	308	1 770	5 389	1 924	2 787
– Cumul depuis le début de l'année	8 470	8 778	10 548	15 937	17 861	20 648

(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 : Fédération bancaire française, INSEE, ministère du Travail, direction des Douanes, direction du Trésor, Banque de France

	Mars 2000	Juin 2000	Septembre 2000	Décembre 2000	Mars 2001	Juin 2001
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
– Variation en volume	1,2	0,8	0,5	1,2	0,4	- 0,1
Taux de salaire horaire						
– Variation	2,3	0,9	1,1	0,6	1,6	0,8

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 mars 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Septembre 2002	Octobre 2002	Novembre 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	Février 2003
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	8,60	5,54	7,29	1,12		
– Comptes sur livret	9,29	8,81	8,97	8,47		
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	4,40	2,50	1,60	2,50		
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	4,87	3,83	3,78	3,93		
– Endettement intérieur total	4,17	4,71	3,91	4,63		
Taux d'intérêt (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,31	3,26	3,12	2,94	2,83	2,69
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,46	4,55	4,54	4,39	4,22	4,01
– 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
Cours de change (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	0,98	0,98	1,00	1,02	1,06	1,08
– EUR/JPY	118,38	121,57	121,65	124,20	126,12	128,60
– EUR/GBP	0,63	0,63	0,64	0,64	0,66	0,67
Prix de détail (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,19	0,19	0,00	0,19	0,19	
– Variation depuis le début de l'année	1,92	2,11	2,11	2,30	0,19	
– Glissement sur 12 mois	1,82	1,91	2,21	2,30	2,00	
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	- 0,26	0,00	0,86	- 1,71		
– Glissement sur 12 mois	- 1,44	0,00	1,47	- 0,09		
Demandeurs d'emploi (cvs)						
– Variation mensuelle	0,03	- 0,12	0,58	0,77		
– Glissement sur 12 mois	6,68	5,44	4,73	4,81		
– Taux de chômage définition BIT	9,00	9,00	9,00	9,10	9,10	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
– Importations FAB (NES 1999)	26,32	25,86	26,43	25,04		
– Exportations FAB (NES 1999)	27,10	26,81	26,68	26,46		
– Solde mensuel	0,78	0,95	0,25	1,42		
– Solde cumulé depuis le début de l'année	7,79	8,74	8,99	10,41		
Transactions courantes (en millions d'euros)						
– Solde mensuel brut	2 166	- 521	3 532	4 057		
– Cumul depuis le début de l'année	22 814	22 293	25 825	29 882		

(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 : Fédération bancaire française, INSEE, ministère du Travail, direction des Douanes, direction du Trésor, Banque de France

	Septembre 2001	Décembre 2001	Mars 2002	Juin 2002	Septembre 2002	Décembre 2002
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
– Variation en volume	0,3	- 0,3	0,7	0,4	0,3	0,2
Taux de salaire horaire						
– Variation	1,0	0,5	1,4	0,7	0,8	0,5

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 mars 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Situation hebdomadaire de la Banque de France

	(en millions d'euros)								
	3 janvier 2003	10 janvier 2003	17 janvier 2003	24 janvier 2003	31 janvier 2003	7 février 2003	14 février 2003	21 février 2003	28 février 2003
ACTIF									
1. Avoirs en or	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783
2. Avoirs en devises	25 664	23 480	23 152	22 881	23 808	23 430	23 282	23 267	23 759
3. Relations avec le Fonds monétaire international	6 142	6 142	6 142	6 142	6 127	6 146	6 146	6 146	6 146
3.1. Concours au Fonds monétaire international	5 548	5 548	5 548	5 548	5 533	5 533	5 533	5 533	5 533
3.2. Acquisition de droits de tirage spéciaux	594	594	594	594	594	613	613	613	613
4. Créances sur non-résidents de la zone euro	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Concours aux établissements de crédit	12 256	12 530	9 925	10 528	10 267	9 839	11 372	10 482	9 080
5.1. Opérations principales de refinancement	10 509	10 787	8 197	8 794	8 401	7 973	9 478	8 590	8 588
5.2. Opérations de refinancement à plus long terme	1 694	1 694	1 694	1 694	1 850	1 850	1 850	1 850	459
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	53	49	34	40	16	16	44	42	33
6. Autres concours aux établissements de crédit	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Titres	2 874	2 765	2 755	3 218	3 560	3 806	3 888	4 166	4 394
8. Créances sur le Trésor public	579	579	579	579	579	579	522	522	522
8.1. Au titre des monnaies divisionnaires	213	213	213	213	213	213	156	156	156
8.2. Au titre de la Convention du 10 juin 1993	366	366	366	366	366	366	366	366	366
9. Relations au sein de l'Eurosystème	55 566	50 470	57 897	55 156	61 283	53 560	51 024	53 034	59 504
9.1. Participation au capital de la Banque centrale européenne (BCE)	842	842	842	842	842	842	842	842	842
9.2. Crédance 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. Crédances sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation	31 671	31 075	30 612	30 355	30 766	31 090	30 849	30 744	31 594
9.4. Autres créances sur l'Eurosystème	14 536	10 136	18 026	15 542	21 258	13 211	10 916	13 001	18 651
10. Divers	8 457	8 435	8 551	8 604	8 603	9 378	10 298	10 320	10 316
11. Comptes de réévaluation	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL	143 221	136 184	140 784	138 891	146 010	138 521	138 315	139 720	145 504

Source : Banque de France
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 5 mars 2003
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 98 32

Tableau 7 (suite)
Situation hebdomadaire de la Banque de France (suite)

	(en millions d'euros)									
	3 janvier 2003	10 janvier 2003	17 janvier 2003	24 janvier 2003	31 janvier 2003	7 février 2003	14 février 2003	21 février 2003	28 février 2003	
PASSIF										
1. Billets en circulation (a)	67 769	66 221	65 324	64 667	64 919	65 543	65 564	65 310	66 047	
2. Engagements envers les établissements de crédit	23 931	19 100	24 495	22 989	29 755	21 942	22 387	23 201	28 401	
2.1. Comptes courants	23 931	19 091	24 491	22 986	29 755	21 942	22 387	23 171	28 401	
2.2. Facilité de dépôt	0	0	0	0	0	0	0	30	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	9	4	3	0	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	2 058	2 035	2 218	2 252	2 112	2 161	2 099	2 292	2 128	
4.1. Compte du Trésor public	104	92	296	334	204	99	96	298	93	
4.2. Autres engagements	1 954	1 943	1 922	1 918	1 908	2 062	2 003	1 994	2 035	
5. Engagements envers des non-résidents de la zone euro	287	273	329	600	280	226	188	178	174	
6. Engagements en devises	1 889	1 284	1 005	739	1 649	1 292	1 140	1 123	1 610	
7. Compte spécial du trésor public – Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	
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	7 769	7 773	7 915	8 299	7 950	8 012	7 592	8 271	6 962	
10. Comptes de réévaluation	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	
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	6 035	6 035	6 035	6 035	6 035	6 035	
13. Capital et réserves	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	
TOTAL	143 221	136 184	140 784	138 891	146 010	138 521	138 315	139 720	145 504	

- (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 « Créances 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 « Créances sur l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation ».

Source : Banque de France
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 5 mars 2003
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 98 32

Tableau 8
Réserves obligatoires
Assiettes

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)
2002	Septembre	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
		11 054,3	1 808,3	6 055,4	992,6	405,0	151,2	1 373,5	86,2	3 220,3	578,3
	Octobre	11 113,6	1 844,4	6 052,0	985,4	414,2	157,7	1 379,1	86,6	3 268,3	614,6
	Novembre	11 207,0	1 858,1	6 142,9	1 011,3	427,0	159,0	1 365,2	76,6	3 271,9	611,2
	Décembre	11 109,2	1 810,9	6 137,4	1 003,9	409,0	151,8	1 380,4	89,1	3 182,5	566,1

(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

Période de constitution prenant fin le :	(montants en milliards d'euros, taux en %)							
	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances	
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
2002								
	23 septembre	129,0	23,1	129,5	23,2	0,5	0,1	0,0
	23 octobre	127,7	22,7	128,2	22,8	0,5	0,1	0,0
	23 novembre	128,7	22,8	129,2	22,9	0,5	0,1	0,0
	23 décembre	128,8	22,8	129,4	22,9	0,7	0,1	0,0
2003								
	23 janvier	130,9	23,4	131,4	23,5	0,6	0,2	0,0
	23 février	130,4	23,1		23,2		0,1	0,0

Facteurs de liquidité bancaire (encours)

	Billets en circulation (A)	Réserves nettes de changes (B)	Dépôts des administrations publiques (C)	Divers	Total (a)	(en moyenne et en milliards d'euros)	
						Concours (net) (E)	Avoirs (F)
						(T)	
Zone euro							
2002							
	23 novembre	334,0	372,1	42,8	58,6	- 63,3	192,6
	23 décembre	350,7	371,5	51,7	55,5	- 86,5	216,0
2003							
	23 janvier (p)	353,9	360,9	43,7	53,2	- 89,9	221,5
Dont : France							
2002							
	23 novembre	63,7	61,9	0,2	- 13,1	+ 11,1	11,9
	23 décembre	65,5	61,8	0,2	- 15,8	+ 11,9	11,1
2003							
	23 janvier	67,9	59,9	0,2	- 19,8	+ 11,6	12,0
	23 février	65,6	58,7	0,2	- 19,9	+ 12,8	10,5

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.

(p) Provisoire

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 27 février 2003

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

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Compte de transactions courantes	23 741	29 882	- 521	3 532	4 057	4 454	4 602	4 454
A. Biens	3 784	12 428	1 602	218	1 581	- 752	- 25	- 752
Recettes	324 612	324 661	30 038	26 780	26 540	25 612	25 526	25 612
Dépenses	320 828	312 233	28 436	26 562	24 959	26 364	25 551	26 364
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 518</i>	<i>12 383</i>	<i>1 687</i>	<i>223</i>	<i>1 637</i>	<i>- 781</i>	<i>- 197</i>	<i>- 781</i>
d ^{ont} : Données douanières FAB-FAB	3 266	14 001	1 932	468	1 782	- 536	- 125	- 536
Total des corrections	252	- 1 618	- 245	- 245	- 145	- 245	- 72	- 245
B. Services	19 926	20 454	1 321	1 481	1 653	1 245	904	1 245
Recettes	89 581	89 595	7 540	6 771	7 594	6 854	6 388	6 854
Dépenses	69 655	69 141	6 219	5 290	5 941	5 609	5 484	5 609
<i>Voyages</i>	<i>13 624</i>	<i>13 460</i>	<i>1 170</i>	<i>720</i>	<i>800</i>	<i>800</i>	<i>700</i>	<i>800</i>
Recettes	33 679	34 040	2 950	2 250	2 350	2 350	2 050	2 350
Dépenses	20 055	20 580	1 780	1 530	1 550	1 550	1 350	1 550
Total « Biens et services »	23 710	32 882	2 923	1 699	3 234	493	879	493
C. Revenus	16 587	12 038	- 1 658	3 254	2 631	672	238	672
Rémunération des salariés	8 190	8 496	702	702	696	739	718	739
Revenus des investissements	8 397	3 542	- 2 360	2 552	1 935	- 67	- 480	- 67
d ^{ont} : Directs	14 047	14 280	619	2 610	1 743	264	153	264
De portefeuille	- 3 990	- 8 146	- 2 850	57	280	- 380	- 196	- 380
Autres	- 1 660	- 2 592	- 129	- 115	- 88	49	- 437	49
D. Transferts courants	- 16 556	- 15 038	- 1 786	- 1 421	- 1 808	3 289	3 485	3 289

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 mars 2003

Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – 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

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Compte de capital	- 330	- 152	- 82	- 9	- 3	- 131	- 16	- 131
Transferts en capital	- 183	- 41	- 79	36	1	- 129	14	- 129
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	- 3	- 45	- 4	- 2	- 30	- 2

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Compte de transactions courantes	23 645	30 870	163	4 704	3 804	541	1 414	541
Biens	3 572	11 528	865	291	1 575	262	1 560	262
Marchandises générales	3 444	11 633	893	304	1 704	67	1 151	67
Services	19 834	20 305	1 288	1 767	1 644	1 619	1 266	1 619
dont : Voyages	13 644	13 458	1 098	1 274	924	1 184	1 053	1 184
Revenus	16 491	13 024	349	3 187	1 461	536	139	536

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 mars 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10
Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 33 740	- 17 956	- 2 832	- 19	- 1 984	1 103	- 2 659	1 103
1. Français à l'étranger	- 92 546	- 67 808	- 6 297	- 5 891	- 4 808	- 1 083	- 5 433	- 1 083
Capital social	- 52 165	- 27 933	- 1 451	- 699	- 3 975	486	- 2 755	486
Bénéfices réinvestis	- 6 252	- 7 404	- 617	- 617	- 617	- 617	- 617	- 617
Autres opérations	- 34 129	- 32 471	- 4 229	- 4 575	- 216	- 952	- 2 061	- 952
2. Étrangers en France	58 806	49 852	3 465	5 872	2 824	2 186	2 774	2 186
Capital social	20 204	31 079	594	5 435	3 291	930	564	930
Bénéfices réinvestis	3 108	2 652	221	221	221	221	221	221
Autres opérations	35 494	16 121	2 650	216	- 688	1 035	1 989	1 035
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	20 989	- 20 463	8 518	- 8 585	17 977	- 6 452	- 16 066	- 6 452
1. Avoirs – Titres étrangers	- 93 017	- 85 233	- 4 353	- 9 767	8 148	- 20 633	- 23 306	- 20 633
Actions et titres d'OPCVM	- 19 252	- 19 560	- 990	- 4 230	- 2 117	1 989	- 4 123	1 989
Obligations et assimilés	- 62 631	- 61 482	- 1 562	- 7 455	3 539	- 11 693	- 13 536	- 11 693
Instruments du marché monétaire	- 11 134	- 4 191	- 1 801	1 918	6 726	- 10 929	- 5 647	- 10 929
2. Engagements – Titres français	114 006	64 770	12 871	1 182	9 829	14 181	7 240	14 181
Actions et titres d'OPCVM	12 196	- 4 757	- 1 324	- 1 407	1 164	641	1 267	641
Obligations et assimilés	93 647	64 715	9 705	5 464	5 316	13 821	3 855	13 821
dont : <i>OAT</i>	19 280	19 523	3 442	- 1 447	416	4 384	436	4 384
<i>BTAN</i>	9 937	2 285	3 463	2 477	- 193	- 1 655	- 1 741	- 1 655
Instruments du marché monétaire	8 163	4 812	4 490	- 2 875	3 349	- 281	2 118	- 281
dont : <i>BTF</i>	4 891	6 675	- 674	1 333	2 762	1 672	668	1 672
<i>Pour mémoire :</i>								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	34 108	28 483	6 231	2 363	2 985	4 401	- 637	4 401
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 23 291	- 13 429	668	5 468	- 31 747	- 7 700	6 663	- 7 700
1. Avoirs	- 61 494	- 35 747	- 36 426	- 20 448	- 270	- 17 958	15 288	- 17 958
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 1 863	- 130	- 391	- 307	- 246	378	- 246
Prêts	- 62 207	- 33 855	- 36 296	- 20 057	40	- 17 712	14 910	- 17 712
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	1 571	502	- 16 649	3 650	10 089	3 650
Administrations publiques	171	528	1 052	71	- 551	621	541	621
Institutions financières monétaires (d)	- 46 105	- 33 209	- 39 751	- 19 388	21 780	- 17 226	8 729	- 17 226
Autres secteurs (e)	- 1 971	3 153	832	- 1 242	- 4 540	- 4 757	- 4 449	- 4 757
Autres avoirs	- 31	- 29	0	0	- 3	0	0	0
2. Engagements	38 203	22 318	37 094	25 916	- 31 477	10 258	- 8 625	10 258
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 3 487	- 195	- 153	- 116	41	- 524	41
Prêts	39 003	25 805	37 289	26 069	- 31 361	10 217	- 8 101	10 217
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	- 501	- 35	- 607	659	- 379	659
- Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
- Autres engagements	1 305	- 1 291	- 501	- 35	- 607	659	- 379	659
Administrations publiques	1 577	749	325	235	6	- 1 990	- 2 329	- 1 990
Institutions financières monétaires (d)	41 607	28 741	30 830	24 107	- 29 536	12 151	- 9 373	12 151
Autres secteurs (e)	- 5 486	- 2 394	6 635	1 762	- 1 224	- 603	3 980	- 603
AUTRES FINANCIERS DÉRIVÉS	2 784	3 039	1 509	- 795	374	693	- 496	693

- (a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires
(d) Cf. répartition long terme - court terme dans le tableau complémentaire ci-après
(e) Autres secteurs = entreprises, ménages, assurances...

Source : Banque de France

Réalisé le 13 mars 2003

Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Avoirs de réserve	5 763	4 201	1 143	- 285	838	781	969	781
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 1	- 21	- 1	- 1	- 1	- 1
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	34	185	- 137	8	- 8	8
Devises étrangères	7 016	4 895	1 110	- 449	976	774	978	774
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	- 27 495	- 44 608	9 006	- 4 216	- 14 542	- 11 575	- 11 589	- 11 575

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.

- (a) Chiffres définitifs
- (b) Chiffres semi-définitifs
- (c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 mars 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Octobre 2002 (b)	Novembre 2002 (b)	Décembre 2002 (c)	Janvier 2003 (c)	Janvier 2002 (a)	Janvier 2003 (c)
Total	- 4 498	- 4 468	- 8 921	4 719	- 7 756	- 5 075	- 644	- 5 075
1. Avoirs	- 46 105	- 33 209	- 39 751	- 19 388	21 780	- 17 226	8 729	- 17 226
Long terme	- 9 349	- 10 579	- 1 535	160	- 5 965	- 4 841	- 255	- 4 841
– Euros	- 5 830	- 9 511	- 1 154	- 396	- 4 554	- 2 928	193	- 2 928
– Devises	- 3 519	- 1 068	- 381	556	- 1 411	- 1 913	- 448	- 1 913
Court terme	- 36 756	- 22 630	- 38 216	- 19 548	27 745	- 12 385	8 984	- 12 385
– Euros	- 35 846	- 34 057	- 32 835	- 15 926	36 567	- 19 528	- 3 932	- 19 528
– Devises	- 910	11 427	- 5 381	- 3 622	- 8 822	7 143	12 916	7 143
2. Engagements	41 607	28 741	30 830	24 107	- 29 536	12 151	- 9 373	12 151
Long terme	1 811	18 842	1 249	- 1 788	9 849	- 248	- 563	- 248
– Euros	4 991	11 411	1 295	- 1 565	5 935	- 2 260	467	- 2 260
– Devises	- 3 180	7 431	- 46	- 223	3 914	2 012	- 1 030	2 012
Court terme	39 796	9 899	29 581	25 895	- 39 385	12 399	- 8 810	12 399
– Euros	22 474	32 952	28 247	11 763	- 51 444	19 333	13 515	19 333
– Devises	17 322	- 23 053	1 334	14 132	12 059	- 6 934	- 22 325	- 6 934

- (a) Chiffres définitifs
- (b) Chiffres semi-définitifs
- (c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 13 mars 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – 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 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003
ACTIF						
Territoire national	52,9	33,4	20,4	19,4	19,7	18,5
Crédits	50,6	30,7	17,7	16,7	17,0	14,9
IFM	48,4	29,0	16,4	15,4	16,1	14,0
APU	1,7	1,4	1,0	1,0	0,6	0,6
Secteur privé	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	3,6
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
APU	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	3,6
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro (a)	17,6	14,3	29,2	19,0	33,8	30,5
Reste du monde	34,3	34,5	29,7	28,7	21,5	20,0
Avoirs en or	28,2	28,5	30,6	30,6	31,8	33,2
Non ventilés par zone géographique (a)	20,7	18,2	19,1	36,3	47,7	42,9
TOTAL	153,5	128,9	129,1	134,0	154,5	145,2

(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 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	27,0	30,9	32,8	24,0	36,2	31,8
IFM	24,4	28,1	29,5	22,7	34,6	30,9
Administration centrale	1,1	2,0	2,5	0,3	0,8	0,2
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	7,6	1,1	3,7	3,1	1,8	2,7
Non ventilés par zones géographiques	91,9	97,0	92,6	106,9	116,6	110,7
Billets et pièces en circulation (a)	49,3	49,2	34,6	60,8	74,1	66,4
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	34,2	38,2	42,5	42,5	38,4	38,3
Autres	8,4	9,6	15,6	3,6	4,0	6,0
TOTAL	153,5	128,9	129,1	134,0	154,5	145,2

(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.

Tableau 12

Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003
ACTIF						
Territoire national	2 491,0	2 560,6	2 753,7	2 784,7	2 879,1	2 903,3
Crédits	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 141,5	2 210,9	2 216,7
IFM	853,9	837,2	906,3	909,7	957,2	967,2
APU	119,9	120,8	118,3	117,3	126,0	119,5
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 114,6	1 127,7	1 130,0
<i>Titres autres que des actions</i>	<i>406,2</i>	<i>368,9</i>	<i>407,0</i>	<i>422,3</i>	<i>417,3</i>	<i>440,0</i>
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,7	104,7	117,0	131,6
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	53,6	53,0	56,2
APU	192,5	147,2	151,3	157,2	151,5	154,7
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	106,8	95,7	97,5
Titres d'OPCVM monétaires	12,0	22,1	35,5	37,4	58,9	61,2
<i>Actions et autres participations</i>	<i>157,2</i>	<i>166,3</i>	<i>183,5</i>	<i>183,5</i>	<i>192,0</i>	<i>185,5</i>
Autres États de la zone euro	314,3	313,5	349,4	376,0	406,1	425,9
Reste du monde	425,9	467,9	507,0	495,3	511,4	518,4
Non ventilés par zone géographique	372,4	394,6	440,2	441,7	370,5	371,7
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 097,7	4 167,1	4 219,4

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 769,5	1 754,8	1 838,8	1 844,6	1 923,8	1 946,1
IFM	884,5	847,4	868,0	880,2	931,8	949,9
Administration centrale	9,8	5,6	4,4	3,1	11,8	15,9
Autres secteurs	875,2	901,7	966,4	961,4	980,2	980,4
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	284,9	291,2	276,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	60,9	60,9	57,9
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	281,5	281,1	286,1
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	301,7	319,2	329,8
Pensions	20,9	26,5	30,7	32,4	27,8	30,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	172,2	161,4	173,7	179,7	186,8	205,3
IFM	150,2	139,0	149,4	150,9	162,8	175,1
Autres secteurs	22,0	22,4	24,2	28,8	24,0	30,2
Dépôts – Reste du monde	328,3	410,5	450,3	442,6	440,2	437,1
Non ventilés par zones géographiques	1 333,5	1 410,0	1 587,7	1 630,8	1 616,3	1 630,7
Titres de créance émis ≤ 2 ans	156,6	163,8	197,1	211,2	207,0	225,3
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	363,5	350,6	355,6
Titres d'OPCVM monétaires	181,7	213,3	258,6	274,7	303,8	321,3
Capital et réserves	245,0	249,3	270,5	270,4	277,4	278,1
Autres	428,0	445,1	504,5	510,9	477,4	450,5
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 097,7	4 167,1	4 219,4

NB : Par rapport à la livraison précédente du Bulletin, la ligne « Instruments du marché monétaire » a été supprimée à l'actif et au passif. Les montants correspondants (hors titres d'OPCVM monétaires à l'actif), ont été ajoutés aux rubriques « Titres autres que des actions : IFM ≤ 2 ans » à l'actif et « Titres de créances émis ≤ 2 ans » au passif.

Source : Banque de France

Réalisé le 5 mars 2003
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	Total	Taux de croissance annuel
1999 Décembre	64,9	0,4	0,3	65,6	10,9
2000 Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	4,1
2001 Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
2002 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	74,0	0,0	0,0	74,0	14,9
Septembre	74,5	0,0	0,0	74,5	17,5
Octobre	75,0	0,0	0,0	75,0	17,0
Novembre	75,9	0,0	0,0	75,9	17,1
Décembre	80,6	0,0	0,0	80,6	15,0
2003 Janvier	80,4	0,0	0,0	80,4	11,9

Source : Banque de France

Réalisé le 5 mars 2003
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)
2000	Décembre	7,0	7,6	4,1	6,5	4,7	7,6
2001	Décembre	12,8	11,0	9,5	9,4	10,9	9,8
2002	Janvier	13,3	9,0	9,5	7,7	10,5	7,9
	Février	13,1	7,6	9,2	7,6	10,1	7,5
	Mars	12,4	8,9	9,0	7,8	9,8	7,0
	Avril	12,2	8,8	8,7	8,8	9,5	8,3
	Mai	11,0	8,1	8,7	7,9	9,5	8,4
	Juin	11,3	5,9	8,3	6,1	8,8	5,6
	Juillet	10,4	4,3	7,7	5,1	8,3	4,2
	Août	10,5	6,8	7,6	6,0	8,2	6,1
	Septembre	9,6	8,7	7,0	7,4	7,5	6,5
	Octobre	8,6	5,4	6,8	5,7	7,0	4,3
	Novembre	8,7	7,1	6,6	6,5	6,8	4,7
	Décembre	5,7	1,0	4,5	3,5	5,1	3,2
2003	Janvier	6,1	0,5	5,0	3,8	5,9	3,5

(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

Réalisé le 5 mars 2003
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)
2000	Décembre	5,7	6,7	3,7	6,1	4,3	7,2	9,5	9,6
2001	Décembre	5,1	5,7	6,1	6,7	7,8	7,9	6,0	6,0
2002	Janvier	6,7	5,0	6,7	5,6	8,0	6,4	5,7	5,4
	Février	6,3	3,3	6,3	5,2	7,6	5,8	5,6	5,4
	Mars	6,3	4,9	6,4	5,7	7,5	5,6	5,5	6,0
	Avril	6,6	4,9	6,4	6,7	7,4	6,8	5,5	5,9
	Mai	6,4	5,2	6,7	6,3	7,7	7,2	5,8	5,4
	Juin	7,3	3,8	6,6	4,9	7,4	4,7	5,4	5,2
	Juillet	7,3	3,2	6,4	4,5	7,2	3,8	5,1	4,2
	Août	8,0	5,8	6,6	5,4	7,3	5,7	5,4	5,1
	Septembre	8,0	8,2	6,4	7,1	7,0	6,4	5,1	5,1
	Octobre	8,3	6,1	6,8	5,9	6,9	4,5	5,0	3,9
	Novembre	9,5	8,7	7,1	7,3	7,2	5,2	4,5	3,8
	Décembre	9,7	4,9	6,5	5,4	6,8	4,6	4,6	4,1
2003	Janvier	9,4	4,0	6,6	5,4	7,3	4,6	5,0	3,7

(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

Réalisé le 5 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 15
Dépôts à vue

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
							Encours	Total	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	162,0	95,2	38,4	295,6	13,3	308,9	9,3	
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9	
2001	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1	
2002	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	14,5	349,2	6,7	
	Septembre	186,4	109,7	46,7	342,7	16,8	359,5	8,6	
	Octobre	183,7	103,2	47,4	334,3	14,6	348,9	5,5	
	Novembre	185,8	107,5	47,8	341,1	16,8	357,8	7,3	
	Décembre	187,4	115,9	54,6	357,9	14,7	372,6	1,1	
2003	Janvier	185,5	107,2	53,1	345,8	11,6	357,4	0,8	

(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 4 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 16
Comptes sur livret

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
									Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,1
2000	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
2001	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
2002	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	62,3	310,2	9,3
	Octobre	107,5	14,5	32,3	40,1	48,0	5,4	63,1	310,8	8,8
	Novembre	107,5	14,5	32,5	40,2	48,2	5,4	64,2	312,4	9,0
	Décembre	109,8	14,9	33,3	41,3	49,5	5,5	65,0	319,2	8,5
2003	Janvier	112,9	15,1	34,0	42,2	50,4	5,4	69,6	329,8	9,3

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
						Encours	Total Taux de croissance annuel
1999 Décembre	14,4	18,7	0,4	33,5	6,8	40,2	2,0
2000 Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
2001 Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002 Janvier	27,4	27,8	0,4	55,7	5,3	60,9	- 2,0
Février	27,0	28,8	0,5	56,3	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	5,5	62,7	- 4,2
Août	28,7	28,4	0,4	57,5	6,4	63,9	- 7,0
Septembre	28,2	28,8	0,4	57,3	5,9	63,2	- 9,1
Octobre	28,1	30,2	0,6	58,8	6,0	64,8	- 6,6
Novembre	27,9	31,0	0,6	59,5	5,2	64,7	- 5,0
Décembre	25,5	29,2	0,3	53,5	5,9	60,9	- 3,4
2003 Janvier	29,4	23,2	0,3	52,9	5,0	57,9	- 4,0

> 2 ans

	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)								
	PEL	PEP	Autres	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Encours	Total Taux de croissance annuel
1999 Décembre	188,7	73,1	27,3	3,9	0,0	293,0	5,4	298,4	1,8
2000 Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,0	276,0	3,8	279,8	- 6,2
2001 Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,0	273,2	4,4	277,5	- 0,8
2002 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	0,1	269,9	4,1	273,9	0,8
Août	197,4	48,6	22,3	2,1	0,2	270,7	4,1	274,6	1,2
Septembre	197,7	48,2	22,0	2,2	0,1	270,3	4,1	274,3	1,1
Octobre	198,1	47,8	21,4	2,3	0,1	269,6	4,0	273,6	0,7
Novembre	198,7	47,4	21,5	1,9	0,1	269,6	4,1	273,7	1,1
Décembre	206,1	48,3	22,3	2,4	0,1	278,5	4,3	281,1	1,3
2003 Janvier	207,8	48,1	17,3	5,2	0,0	278,4	6,2	286,1	1,1

(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 4 mars 2003
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 %)				Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	Autres institutions financières monétaires (c)	Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	741,3	99,8	212,4	10,2	1 063,7	5,5
2000	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
2002	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	945,1	103,0	191,2	19,0	1 258,3	4,9
	Octobre	948,2	102,4	190,0	17,9	1 258,5	4,0
	Novembre	948,7	103,3	187,7	16,6	1 256,3	4,2
	Décembre	945,9	102,8	189,6	16,3	1 254,6	4,2
2003	Janvier	944,9	100,0	189,1	16,4	1 250,4	3,1

(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 %)				Total	
		Secteur privé	Administrations publiques	Encours	Taux de croissance annuel		
		Encours	Encours	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	
1999	Décembre	942,0	6,4	121,6	- 1,5	1 063,7	5,5
2000	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
2002	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	5,3	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	3,9	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	1 138,1	4,9	120,2	5,3	1 258,3	4,9
	Octobre	1 141,1	3,8	117,4	5,4	1 258,5	4,0
	Novembre	1 135,2	3,8	121,0	8,3	1 256,3	4,2
	Décembre	1 128,0	3,9	126,6	6,4	1 254,6	4,2
2003	Janvier	1 130,4	3,2	120,0	1,8	1 250,4	3,1

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 19

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

Répartition par objets de financement

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
					Total	Encours
1999	Décembre	160,8	140,0	159,0	459,8	6,4
2000	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	11,9
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,6
2002	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	199,4	163,6	167,8	530,9	0,5
	Octobre	199,2	165,6	167,9	532,8	- 0,3
	Novembre	198,6	166,4	167,0	532,0	2,3
	Décembre	200,1	162,2	165,4	527,6	3,1
2003	Janvier	201,8	161,0	166,4	529,1	3,0

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
					Total	Encours
1999	Décembre	285,1	92,5	76,9	454,5	7,8
2000	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,8
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	5,8
2002	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	340,1	106,1	82,3	528,5	6,6
	Août	342,0	105,5	82,3	529,8	6,9
	Septembre	344,2	106,2	82,9	533,3	7,0
	Octobre	346,2	107,8	82,5	536,5	7,2
	Novembre	347,6	106,5	81,8	535,9	6,5
	Décembre	347,1	106,8	86,7	540,5	6,9
2003	Janvier	352,5	106,7	79,7	538,9	6,2

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
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 %)			
				Total	
		≤ 1 an	> 1 an	Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	41,2	154,2	195,4	23,2
2000	Décembre	56,4	178,7	235,1	20,9
2001	Décembre	56,2	235,8	292,0	23,4
2002	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	244,8	288,7	2,0
	Novembre	43,6	246,0	289,6	-1,6
	Décembre	42,6	244,6	287,2	0,3
2003	Janvier	45,2	242,5	287,6	0,1

Source : Banque de France

Réalisé le 28 février 2003
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 %)			
				Total	
		≤ 1 an	> 1 an	Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	34,9	585,4	620,3	4,0
2000	Décembre	43,2	607,6	650,7	4,9
2001	Décembre	52,4	636,2	688,6	5,8
2002	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	666,9	741,1	8,2
	Novembre	78,9	659,4	738,2	6,1
	Décembre	88,2	658,3	746,5	8,4
2003	Janvier	89,1	660,9	750,1	8,8

Source : Banque de France

Réalisé le 28 février 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23
Endettement intérieur total (EIT)
 Répartition par agents

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)						
	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Encours	Total	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	469,9	841,9	785,1	2 097,0	6,9
2000	Décembre	498,2	972,6	819,0	2 289,8	9,1
2001	Décembre	524,4	1 072,0	854,0	2 450,4	7,2
2002	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	544,4	1 095,4	879,9	2 519,7	5,6
	Août	545,7	1 086,5	884,1	2 516,3	4,9
	Septembre	549,1	1 076,0	898,2	2 523,3	4,2
	Octobre	552,4	1 079,9	904,3	2 536,6	4,7
	Novembre	551,8	1 081,1	905,2	2 538,2	3,9
	Décembre	556,5	1 076,9	918,2	2 551,6	4,6
2003	Janvier	554,6	1 081,2	915,1	2 550,9	4,4

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

Source : Banque de France

Réalisé le 28 février 2003
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

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

	Encours Janvier 2003	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2000	Décembre 2001	Déc. 2002	Déc. 2002
Endettement intérieur total	2550,9	9,1	7,2	4,6	4,4
Ménages et assimilés (a)	554,6	6,6	5,8	6,8	6,1
≤ 1 an	29,9	22,4	6,1	1,6	4,1
> 1 an	524,7	5,8	5,8	7,1	6,2
Sociétés non financières	1081,2	15,0	10,3	1,2	1,0
≤ 1 an	369,5	23,2	3,0	- 4,9	- 4,7
> 1 an	711,7	10,6	14,8	4,6	4,2
Administrations publiques	915,1	4,3	4,3	7,6	7,6
≤ 1 an	153,0	15,2	7,7	43,3	42,0
> 1 an	762,1	3,0	3,8	2,5	2,6
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1239,4	7,1	3,7	4,1	3,1
Ménages et assimilés (a)	554,6	6,6	5,8	6,8	6,1
≤ 1 an	29,9	22,4	6,1	1,6	4,1
> 1 an	524,7	5,8	5,8	7,1	6,2
Sociétés non financières	562,0	9,3	3,4	1,3	0,8
≤ 1 an	129,7	14,7	- 6,2	- 4,6	- 5,9
> 1 an	432,3	7,4	6,9	3,2	3,0
Administrations publiques	122,8	0,1	- 2,7	5,2	0,5
≤ 1 an	21,6	13,2	- 15,7	78,6	59,1
> 1 an	101,2	- 1,4	- 0,9	- 3,3	- 6,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	231,6	26,0	13,4	2,3	2,6
Financements de marchés	1037,7	8,7	10,5	6,0	6,3
Sociétés non financières	287,6	20,9	23,4	0,3	0,1
≤ 1 an	45,2	35,9	- 1,1	- 24,9	- 21,7
> 1 an	242,5	16,8	31,2	6,4	5,5
Administrations publiques	750,1	4,9	5,8	8,4	8,8
≤ 1 an	89,1	23,7	21,6	68,1	62,5
> 1 an	660,9	3,8	4,7	3,5	4,2
Financement monétaire du Trésor public	42,3	8,1	1,3	1,1	7,4

(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 février 2003

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
1999	Décembre	2,25	2,42	3,45	3,96
2000	Décembre	3,00	3,08	4,94	4,53
2001	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
	Novembre	3,00	3,07	3,12	4,30
	Décembre	3,00	3,07	2,94	4,31
2003	Janvier	3,00	3,07	2,83	4,22

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
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
1999	Décembre	9,04	6,16	4,58
2000	Décembre	9,79	6,99	5,98
2001	Décembre	9,58	6,29	4,95
2002	Janvier	9,36	6,05	4,54
	Février	9,36	6,05	4,54
	Mars	9,35	6,05	4,51
	Avril	9,56	6,05	4,88
	Mai	9,56	6,05	4,88
	Juin	9,57	6,05	4,88
	Juillet	9,38	6,04	4,65
	Août	9,38	6,04	4,65
	Septembre	9,38	6,04	4,66
	Octobre	8,99	5,95	4,56
	Novembre	8,99	5,95	4,56
	Décembre	8,99	5,95	4,56
2003	Janvier	8,99	5,95	4,56

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} octobre 2002	Taux effectif pratiqué au 4 ^e trimestre 2002	(en %) Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2003
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	8,05	5,95	7,93
Prêts à taux variable	7,99	5,54	7,39
Prêts relais	8,28	5,97	7,96
<i>Crédits de trésorerie (a)</i>			
Prêts d'un montant \leq à 1 524 euros	22,91	16,56	22,08
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant $>$ à 1 524 euros	18,38	13,23	17,64
Prêts personnels et autres prêts d'un montant $>$ 1 524 euros	11,32	8,10	10,80
Crédits aux entreprises			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	9,85	7,28	9,71
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	7,53	5,64	7,52
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	8,25	6,14	8,19
Découverts en compte (b)	12,24	8,84	11,79
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	10,35	7,50	10,00

NB : Informations publiées au Journal officiel du 26 décembre 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^{er} 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'octobre 2002 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Tableau 27

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en février 2003)

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)				
				Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuel	Date d'amortissement (c)	Date de règlement
Marché parisien								
OAT 4,75 % Octobre 2012	1	95	4 053,99	105,08	4,75	4,10	25.10.2012	11.02.2003
OAT€i 2,50 % Juillet 2013	2	95	2 877,26	102,98	2,50	2,18	25.07.2013	11.02.2003
OATi Juillet 2009 personnes physiques	3	95	0,09	114,24	3,00	1,71	25.07.2009	25.02.2003
OAT 4,75 % Octobre 2012 personnes physiques	4	95	54,40	107,10	4,75	3,86	25.10.2012	25.02.2003
CNCEP 4,50 % Février 2003 TSDD	5	32	421,62	100,98	4,50	4,39	14.02.2015	14.02.2003
LYONNAISE DE BANQUE 4,75 % Février 2003 TSDD	6	32	59,89	99,82	4,75	4,77	26.02.2015	26.02.2003
CFF 4,25 % Février 2003 Obligations foncières EMTN	7	49	257,78	103,11	4,25		25.10.2009	26.02.2003
DMA 3,25 % Février 2003 Obligations foncières EMTN	8	49	993,49	99,35	3,25		12.07.2008	28.02.2003
CFF 3,625 % Février 2003 Obligations foncières EMTN	9	49	504,13	100,83	3,63		28.01.2008	17.02.2003
DMA 4,25 % Février 2003 Obligations foncières EMTN	10	49	994,61	99,46	4,25		20.02.2013	20.02.2003
Sagess 4,25 % Février 2003		28	298,44	99,48	4,25		25.02.2013	25.02.2003
GDF 4,75 % Février 2003		24	1 243,68	99,49	4,75		19.02.2013	19.02.2003
GDF 5,125 % Février 2003		24	742,34	98,98	5,13		19.02.2018	19.02.2003
TOTAL			12 501,72					
<i>(Pour mémoire coupon couru)</i>								
				98,04				

(a) Cf. page suivante

(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 28 février 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 27 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en janvier 2003) (suite)

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuel retenu sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 1 **OAT€i 2,50 % juillet 2013 indexée sur l'indice harmonisé des prix à la consommation, hors tabac, de la zone euro (OAT€i)**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel calculé comme un pourcentage fixe du montant nominal de l'OAT€i appelé coupon réel, fixé à 2,50 %, multiplié par le coefficient d'indexation (CI). **Remboursement** le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal de l'OAT€i (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 3 **OATi 3 % juillet indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2003, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,01233 euro. **Assimilation** le 25 juillet 2003 à « OATi 3 % Juillet 2009 » (CV 057142), après paiement du coupon.
- 4 **OAT 4,75 % octobre 2012 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 octobre 2003, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,0315 euro par titre. **Assimilation** le 25 octobre 2003 à « OAT 4,75% Octobre 2012 » (CV 018869), après paiement du coupon.
- 5 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD)**. **Garantie** et solidarité du réseau des caisses d'épargne.
- 6 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD)**.
- 7 Émissions **d'obligations foncières** dans le cadre du programme d'*Euro medium term notes*. **Assimilation immédiate** aux obligations « Compagnie de financement foncier 4,25 % Octobre 2002 emtn » (CV 047054).
- 8 Émissions **d'obligations foncières** dans le cadre du programme d'*Euro medium term notes*. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable, le 12 mars 2003 s'élèvera à 1,193 %.
- 9 Émissions **d'obligations foncières** dans le cadre du programme d'*Euro medium term notes*. **Assimilation immédiate** aux obligations « Compagnie de financement foncier 3,625 % Janvier 2003 emtn » (CV FR0000471922).
- 10 Émissions **d'obligations foncières** dans le cadre du programme d'*Euro medium term notes*. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable, le 12 mars 2003 s'élèvera à 1,193 %.

Tableau 27 (fin)

Émissions obligataires (émissions de l'État pour l'année 2003)

(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	1 310												1 310
Prix d'émission	103,42												
Émission brute	1 355												1 355
OAT€i 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale	324												324
Prix d'émission	104,99												
Émission brute	340												340
OAT 4,75 % Octobre 2012													
Valeur nominale	3 495	3 858											7 353
Prix d'émission	103,83	105,08											
Émission brute	3 629	4 054											7 683
OAT 4,75 % Octobre 2012 pers. phys.													
Valeur nominale	33	51											84
Prix d'émission	105,85	107,1											
Émission brute	35	54											89
OAT€i 2,50 % Juillet 2013													
Valeur nominale	2 794												2 794
Prix d'émission	102,98												
Émission brute	2 877												2 877
OAT€i 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale	587												587
Prix d'émission	109												
Émission brute	640												640
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	1 492												1 492
Prix d'émission	113,58												
Émission brute	1 695												1 695
TOTAL													
Valeur nominale	7 241	6 703											13 944
Émissions brutes	7 694	6 985											14 679
Amortissements	0	0											0
Émissions nettes	7 694	6 985											14 679
TOTAL CUMULÉ 2003													
Valeur nominale	7 241	13 944											
Émissions brutes	7 694	14 679											
Amortissements	0	0											
Émissions nettes	7 694	14 679											
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	52 979	
Émissions brutes	6 321	11 738	20 564	20 651	26 039	32 196	36 390	36 414	43 047	49 843	53 104	53 138	
Amortissements	0	225	1 070	3 573	5 729	5 729	5 759	5 759	5 759	5 759	18 525	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	34 613	

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 3 mars 2003
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)											
	2002						2003					
	Émissions brutes		Émissions nettes		Émissions brutes		Émissions nettes		Janvier		Février	
	Février	2 mois	Année	Février	2 mois	Année	Janvier	Février	2 mois	Janvier	Février	2 mois
Ensemble des agents (a)	9,1	18,0	85,6	3,4	10,3	25,9	9,5	12,5	22,0	5,2	6,3	11,5
Administrations publiques (hors La Poste)	5,4	11,7	54,7	5,2	11,5	31,1	7,7	7,0	14,7	7,6	6,9	14,5
État	5,4	11,7	53,1	5,2	11,5	34,6	7,7	7,0	14,7	7,7	7,0	14,7
État-organismes repris	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Odac	—	—	1,5	—	—	-1,3	—	—	—	—	—	—
Apul	—	—	0,1	0,0	0,0	-0,4	—	—	—	0,0	-0,1	-0,1
Administrations – Sécurité sociale	—	—	—	—	—	-1,8	—	—	—	-0,1	—	-0,1
Établissements de crédit et assimilés	1,5	2,6	17,6	-2,1	-2,4	-7,9	1,5	3,2	4,7	-1,1	0,8	-0,4
Banques	0,4	0,4	5,6	-0,9	-1,5	-8,1	—	0,5	0,5	-0,5	-0,2	-0,8
Banques AFB	0,3	0,3	2,5	-0,4	-0,7	-7,2	—	0,5	0,5	0,0	-0,1	-0,1
Natexis Banque	0,1	0,1	0,2	-0,5	-0,6	-1,4	—	—	—	—	-0,2	-0,2
Banques populaires	—	—	—	—	-0,1	-0,1	—	—	—	0,0	—	0,0
Crédit agricole	—	—	2,4	—	0,0	0,8	—	—	—	-0,5	—	-0,5
Crédit mutuel	—	—	—	—	—	-0,2	—	—	—	—	—	—
Crédit mutuel agricole et rural	—	—	—	—	—	0,0	—	—	—	—	—	—
Crédit coopératif	—	—	0,2	—	-0,2	0,0	—	—	—	0,0	—	0,0
Crédits municipaux	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Sociétés financières et assimilées	0,7	0,8	8,7	0,1	-0,6	3,7	1,5	2,8	4,2	0,0	2,2	2,2
Sicomi – Sofergie	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,1	-0,1
Stés de financement des télécommunications	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Caisse de refinancement de l'habitat	—	0,1	1,8	—	0,1	0,2	—	—	—	—	—	—
Stés financières habilitées à titre individuel	0,7	0,7	6,9	0,1	-0,7	3,5	1,5	2,8	4,2	0,0	2,2	2,2
Maisons de titres	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Inst. financières spécialisées et assimilées	0,4	1,4	2,4	-1,2	-0,3	-3,1	—	—	—	-0,1	-1,2	-1,3
Crédit d'équipement des PME	—	—	—	—	—	-0,8	—	—	—	—	-0,5	-0,5
Entenial (ex CDE)	—	—	—	-0,1	-0,1	-0,8	—	—	—	—	-0,1	-0,1
Crédit foncier de France	—	—	0,0	-1,2	-1,2	-2,1	—	—	—	—	-0,1	-0,1
Sociétés de développement régional	—	—	—	—	—	0,0	—	—	—	—	—	—
Agence française de développement	—	—	1,0	—	—	0,4	—	—	—	—	-0,5	-0,5
Crédit local de France	—	—	—	—	—	-0,1	—	—	—	—	—	-0,1
Caisse nationale des autoroutes	0,4	1,4	1,4	0,0	1,0	0,3	—	—	—	—	—	—
Institutions financières diverses	—	—	0,9	0,0	0,0	-0,4	—	—	—	—	—	-0,5
Groupements	—	—	—	0,0	0,0	-1,1	—	—	—	—	—	—
Autres	—	—	0,9	—	—	0,7	—	—	—	—	—	-0,5
Sociétés non financières	2,2	3,7	13,3	0,4	1,2	2,7	0,3	2,3	2,5	—	-1,3	-2,6
GEN y compris La Poste	—	—	1,1	-1,7	-1,7	-2,7	—	2,0	2,0	—	-1,5	-1,5
Charbonnages de France	—	—	0,5	-0,2	-0,2	0,1	—	—	—	—	—	—
Électricité de France	—	—	0,9	—	—	0,2	—	—	—	—	—	—
Gaz de France	—	—	—	—	—	—	—	2,0	2,0	—	2,0	2,0
SNCF	—	—	—	-1,1	-1,1	-2,0	—	—	—	—	—	—
RATP	—	—	—	-0,3	-0,3	-0,3	—	—	—	—	—	—
Air France	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,2	-0,2	-0,2
La Poste – France Télécom	—	—	—	-0,1	-0,1	-0,4	—	—	—	-3,3	-3,3	-3,3
Autres sociétés	2,2	3,7	12,2	2,1	2,9	5,3	0,3	0,3	0,6	—	0,1	-1,1
Compagnies d'assurance	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Pour mémoire :</i>												
<i>Titres subordonnés</i>	0,3	0,3	4,5	0,3	0,2	2,8	—	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,2
<i>Titres participatifs</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

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 3 mars 2003
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)				
	2002		2003		
	Janvier	Février	Décembre	Janvier	Février
Ensemble des agents (a)	809,8	811,7	826,1	831,0	837,0
Administrations publiques (hors La Poste)	477,5	482,4	502,3	509,4	516,0
Etat	448,4	453,4	476,8	484,0	490,7
Etat-organismes repris					
Odac	23,8	23,8	22,5	22,5	22,5
Apul	3,1	3,1	2,7	2,7	2,6
Administrations – Sécurité sociale	2,2	2,2	0,3	0,2	0,2
Établissements de crédit et assimilés	198,7	196,2	190,7	189,6	190,4
Banques	99,9	98,9	92,2	91,6	91,4
Banques AFB	66,5	66,1	59,5	59,4	59,4
Natexis Banque	6,6	6,1	5,2	5,2	5,0
Banques populaires	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Crédit agricole	19,8	19,8	20,7	20,2	20,2
Crédit mutuel	1,7	1,7	1,4	1,4	1,4
Crédit mutuel agricole et rural	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédit coopératif	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8
Crédits municipaux					
Sociétés financières et assimilées	49,2	49,3	53,7	53,7	55,9
Sicomi – Sonergie	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Stés financement des télécommunications					
Caisse de refinancement de l'habitat	13,0	13,0	13,1	13,1	13,1
Stés financières habilitées à titre individuel	35,6	35,7	40,0	40,0	42,2
Maisons de titres					
Inst. financières spécialisées et assimilées	42,5	41,3	38,7	38,6	37,4
Crédit d'équipement des PME	3,5	3,5	2,7	2,7	2,2
Entenial (ex CDE)	1,8	1,8	1,1	1,1	1,0
Crédit foncier de France	8,7	7,5	6,6	6,6	6,5
Sociétés de développement régional	0,0	0,0			
Agence française de développement	6,1	6,1	6,5	6,5	6,0
Crédit local de France	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
Caisse nationale des autoroutes	18,9	18,9	18,2	18,2	18,2
Institutions financières diverses	6,6	6,6	6,2	5,7	5,7
Groupements	1,8	1,8	0,7	0,7	0,7
Autres	4,8	4,8	5,5	5,0	5,0
Sociétés non financières	131,4	130,9	130,9	129,7	128,4
GEN y compris La Poste	52,4	50,7	49,7	49,7	48,3
Charbonnages de France	4,3	4,1	4,5	4,5	4,5
Électricité de France	10,3	10,3	10,2	10,2	10,2
Gaz de France	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4
SNCF	19,0	17,9	17,0	17,0	17,0
RATP	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9
Air France	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3
La Poste – France Télécom	14,8	14,6	14,3	14,3	11,1
Autres sociétés	79,0	80,2	81,2	80,0	80,1
Compagnies d'assurance	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
<i>Pour mémoire :</i>					
Titres subordonnés	33,6	33,9	36,5	36,3	36,7
Titres participatifs	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 3 mars 2003
 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	
2001										
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
2002										
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	125,0	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	320,0
Août	126,5	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,9
Septembre	127,9	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,9
Octobre	128,9	67,5	48,2	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	321,7
Novembre	137,3	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,1
Décembre	130,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	313,7
2003										
Janvier	151,5	70,8	48,0	43,5	2,2	5,3	12,2	2,2	0,9	336,6
Février	145,8	69,9	46,9	44,9	2,4	5,3	12,5	1,9	0,9	330,5

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 direction des Opérations de marché

(a) *Souscripteurs financiers : établissements de crédit et assimilés, OPCVM, assurances, caisses de retraite et mutuelles*

Source : Banque de France

Réalisé le 10 mars 2003
DOM – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 31

Détection par les non-résidents de titres français : actions cotées, obligations, bons du Trésor

	(encours en milliards d'euros, parts en %)							
	Fin 1997 (r)	Fin 1998 (r)	Fin 1999(r)	Fin 2000(r)	Déc. 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)	Sept. 2002 (p)
Encours des non-résidents (a)								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	166,6	224,4	393,4	465,6	404,3	412,5	342,8	257,9
Source : Position extérieure	192,8	267,2	474,2	579,9	485,2	494,9	419,3	302,2
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	84,8	116,2	144,5	195,9	233,4	242,3	254,2	256,1
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	35,5	60,8	69,3	112,1	138,9	144,8	152,3	171,9
Source : Position extérieure	47,2	66,0	74,5	115,8	137,6	143,0	149,5	159,4
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	37,6	50,2	70,0	80,1	95,8	99,3	104,7	96,7
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	15,5	18,5	30,2	32,0	40,4	42,0	43,1	39,4
Source : Position extérieure	124,1	130,1	130,0	159,0	189,8	187,8	187,5	191,4
Part des non-résidents (d)								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	36,0	35,7	35,0	37,5	36,5	36,9	36,5	35,9
Source : Position extérieure	31,1	31,9	33,8	39,8	39,3	39,2	39,4	38,1
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	15,0	18,3	23,3	29,7	33,5	33,9	34,3	33,5
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	11,1	17,3	18,9	27,9	32,5	33,2	35,0	36,0
Source : Position extérieure	12,4	15,0	17,2	25,2	28,5	28,7	29,5	29,5
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	20,4	25,5	37,2	40,0	44,8	46,1	44,6	43,3
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	5,7	5,9	10,0	10,9	13,5	14,2	14,6	13,0
Source : Position extérieure	25,7	27,5	27,1	33,1	37,3	36,8	37,0	37,8
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB								
1. Actions cotées	49,6	64,3	103,5	102,8	84,3	85,7	71,8	53,2
2. Dette publique négociable	45,1	48,8	45,9	46,6	47,6	48,5	50,0	51,2
3. Autres obligations (hors État)	38,6	36,2	35,4	33,9	34,8	34,6	34,2	33,9

(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^e 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 24 décembre 2002
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 52 17

Tableau 32
Émissions de bons du Trésor

	Émissions par voie d'adjudication					(en millions d'euros)
	BTF	Compétitives		Non compétitives		
		BTAN	2 ans	5 ans	BTAN	2 ans
2000						
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
2001						
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		
2002						
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
Novembre	15 009	1 520	2 392	645		
Décembre	25 708			1 104		
2003						
Janvier	15 992		5 315	839		745

Source : Banque de France

Réalisé le 28 février 2002
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 33
Titres d'OPCVM
Encours

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	(encours en milliards d'euros)
Sicav	272,4	316,4	328,0	311,6	317,5	275,1	275,9	
Monétaires	113,8	125,3	121,4	131,2	138,7	139,8	145,1	
Obligations	72,5	63,8	57,3	54,3	54,3	47,7	47,6	
Actions	53,8	88,6	105,0	87,0	85,7	59,8	56,2	
Diversifiées	31,8	38,2	43,5	38,7	38,4	27,4	26,6	
Garantis	0,5	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	
FCP	262,1	331,4	414,7	449,1	456,5	477,4	486,7	
Monétaires	43,6	51,5	81,3	102,5	108,7	124,6	135,1	
Obligations	59,8	57,6	69,6	80,7	80,8	95,1	98,4	
Actions	37,5	66,1	76,6	76,9	76,5	62,2	59,4	
Diversifiés	90,6	123,2	154,1	151,8	153,0	149,2	147,5	
Garantis	30,6	33,0	33,1	37,2	37,5	46,3	46,3	
OPCVM	534,5	647,8	742,7	760,7	774,0	752,5	762,6	
Monétaires	157,4	176,8	202,7	233,7	247,4	264,4	280,2	
Obligations	132,3	121,4	126,9	135,0	135,1	142,8	146,0	
Actions	91,3	154,7	181,6	163,9	162,2	122,0	115,6	
Diversifiés	122,4	161,4	197,6	190,5	191,4	176,6	174,1	
Garantis	31,1	33,5	33,9	37,6	37,9	46,7	46,7	

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 3 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des Sicav (a)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Janvier 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	(en %)
Sicav monétaires	3,1	2,6	3,9	4,3	4,1	3,2	3,1	
Sicav obligataires	8,5	- 1,4	4,9	4,9	4,2	7,2	8,0	
Sicav actions	20,9	47,9	- 3,4	- 19,2	- 21,8	- 31,7	- 34,0	
Sicav diversifiées	16,4	25,9	- 0,3	- 6,6	- 8,3	- 14,1	- 15,1	
Sicav garanties	14,6	8,3	4,3	nd	nd	nd	nd	

nd : non disponible

(a) Avant mars, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 3 mars 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 34

Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Ensemble des systèmes

Capitaux échangés

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en %)			
					Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	925	1 033	1 299	1 552	1 562	1 582	1 792	86,2
Transfrontière	360	432	506	485	477	488	584	28,1
Domestique	565	601	793	1 066	1 086	1 094	1 208	58,1
Systèmes nets	418	445	456	269	259	248	286	13,8
PNS	93	86	88	78	77	69	88	4,2
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0,1
POPS	nd	nd	nd	2	1	2	2	0,1
Euro 1 (ABE)	171	195	205	188	180	176	195	9,4
Total	1 343	1 477	1 756	1 821	1 822	1 830	2 078	100,0

Nombre d'opérations

	1999	2000	2001	2002	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en %)			
					Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	163 157	188 157	211 282	253 016	251 611	252 465	274 631	58,8
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	53 858	54 721	54 691	57 069	12,2
Domestique	134 380	148 279	166 009	199 158	196 890	197 774	217 563	46,6
Systèmes nets	139 159	173 704	200 604	174 147	178 719	178 300	192 324	41,2
PNS	20 066	21 759	31 512	29 686	29 695	27 702	32 138	6,9
EAF	46 706	51 041	50 991	—	—	—	—	—
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 965	7 066	7 015	7 611	1,6
POPS	nd	nd	nd	2 592	2 068	2 059	2 387	0,5
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	134 905	139 891	141 523	150 188	32,2
Total	302 316	361 861	411 886	427 163	430 330	430 765	466 956	100,0

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 Pikaasiirrot 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 : BCE, Banque de France

Réalisé le 3 février 2003
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 34 (suite)
Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)
 France

Capitaux échangés

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en %)			
					2002	Octobre	Novembre	Décembre
Target	256	267	345	356	365	348	405	82,1
Transfrontière (en émission) (Transfrontière en réception)	55 (58)	60 (62)	75 (75)	69 (69)	68 (87)	69 (87)	86 (87)	17,5 17,6
Domestique (TBF)	200	207	270	287	297	279	319	64,6
PNS	93	86	88	78	77	69	88	17,9
Total	348	353	433	435	442	417	493	100,0

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 3 février 2003

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Nombre d'opérations

	1999	2000	2001	2002	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en %)			
					2002	Octobre	Novembre	Décembre
Target	8 146	11 903	14 966	14 958	14 978	14 133	16 101	33
Transfrontière (en émission) (Transfrontière en réception)	3 395 (3636)	4 515 (5504)	5 309 (5907)	6 471 (6674)	6 464 (7100)	6 252 (7100)	6 770 (7100)	14 15
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 515	7 881	9 331	19
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	29 695	27 702	32 138	67
Total	28 213	33 532	46 478	44 644	44 673	41 835	48 240	100

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 3 février 2003

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en %)			
					2002	Octobre	Novembre	Décembre
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	11,2	8,9	11,5	43,3
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	8,4	7,1	7,3	8,1	30,4
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	2,2	2,5	2,8	3,0	11,2
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,5	3,1	4,8	4,0	15,1
Total	31,9	31,9	27,3	24,8	23,9	24,1	26,7	100,0

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2003

PGI : prêt garanti intrajournalier

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

TRICP : traitement informatisé des créances privées

CCBM : modèle de banque centrale correspondante

Tableau 34 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en %)			
					Octobre	Novembre	Décembre	Part
France	348	353	433	435	442	417	493	24
Target transfrontière	55	60	75	69	68	69	86	4
Target domestique (TBF)	200	207	270	287	297	279	319	15
PNS	93	86	88	78	77	69	88	4
Allemagne	261	368	457	489	486	493	585	28
Target transfrontière	95	111	131	129	127	131	158	8
Target domestique								
(ELS puis RTGS+)	16	94	164	360	360	361	427	21
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—
Espagne	122	136	209	250	270	294	268	13
Target transfrontière	14	16	20	18	19	19	21	1
Target domestique (SLBE)	105	118	188	231	250	274	245	12
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0
Italie	95	109	107	99	93	94	117	6
Target transfrontière	27	37	39	34	33	33	37	2
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	64	61	61	80	4
Royaume-Uni	77	95	118	111	105	107	133	6
Target transfrontière	59	75	91	85	79	80	102	5
Target domestique (Chaps Euro)	18	20	27	26	25	26	31	1
Autres	438	416	432	437	425	425	482	23
TOTAL	1 343	1 477	1 756	1 821	1 822	1 830	2 078	100

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 : BCE, Banque de France

Réalisé le 3 février 2003

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Nombre d'opérations

	1999	2000	2001	2002	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en %)			
					Octobre	Novembre	Décembre	Part
France	28 213	33 532	46 478	44 644	44 673	41 835	48 240	10,3
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	6 471	6 464	6 252	6 770	1,4
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 515	7 881	9 331	2,0
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	29 695	27 702	32 138	6,9
Allemagne	118 931	135 329	158 866	125 070	123 176	124 903	135 344	29,0
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	16 852	16 835	16 899	17 582	3,8
Target domestique								
(ELS puis RTGS+)	61 923	69 962	93 160	108 218	106 341	108 004	117 762	25,2
EAF	46 706	50 933	50 991	—	—	—	—	—
Espagne	13 043	13 243	15 780	19 065	20 007	19 815	21 274	4,6
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 731	1 884	1 964	2 103	0,5
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	10 369	11 057	10 836	11 560	2,5
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 965	7 066	7 015	7 611	1,6
Italie	39 392	40 787	40 208	37 696	37 611	37 102	43 134	9,2
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	6 173	6 326	6 250	6 633	1,4
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	31 523	31 285	30 853	36 501	7,8
Royaume-Uni	5 814	7 851	10 156	14 370	14 766	15 156	15 515	3,3
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 555	10 043	10 068	10 360	2,2
Target domestique (Chaps Euro)(a)	2 513	2 949	3 653	4 815	4 723	5 089	5 155	1,1
Autres	96 923	131 120	140 399	186 317	190 098	191 953	203 450	43,6
TOTAL	302 316	361 861	411 886	427 163	430 330	430 765	466 956	100,0

(a) Le système britannique Chaps Euro a démarré le 4 janvier 1999.

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 3 février 2003

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 intermédiaires

3. Les marchés de capitaux

- 3.1. Les marchés financiers internationaux
- 3.2. Les marchés de la zone euro

Études

Policy mix et globalisation financière

Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro : une synthèse des résultats

Le livret A : retour sur l'évolution d'un produit d'épargne traditionnel

Lois de mortalité et durées de vie des équipements dans l'industrie

Résumés d'études

Opérations internationales des banques résidentes au troisième 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 marché – SAM	41 59
Dir. générale des Études et des Relations internationales	31 05
Dir. des Études économiques et de la Recherche – CRECH	62 92
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Entreprises – Observatoire des entreprises	41 19
Dir. de la Balance des paiements	52 17

