

N° 113

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

MAI 2003



Sommaire

	Page
Éditorial	
L'élargissement de l'Union européenne et ses enjeux	
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	
La politique monétaire dans un environnement incertain	27
La place de l'euro sur les marchés obligataires internationaux en 2002	45
Enquête financière – Premier trimestre 2003	51
Les comptes financiers de la Nation en 2002 : taux d'endettement en baisse pour les entreprises, en hausse pour les ménages	59
Résumé d'étude	
Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2003	67
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	69
Statistiques	71

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

Achevé de rédiger le 23 mai 2003

Site Internet : www.banque-france.fr

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Croissance très modérée au premier semestre de l'année

La croissance du quatrième trimestre 2002 a été sensiblement revue à la baisse à l'occasion de la publication des résultats détaillés.

Le taux de croissance du produit intérieur brut a été abaissé de 0,3 point au quatrième trimestre, à -0,1 %.

Cette révision est due notamment à l'accentuation de la baisse de l'investissement des entreprises (revue de -1,1 % à -1,8 % au quatrième trimestre 2002) ainsi qu'au moindre soutien des dépenses de consommation des administrations publiques (dont la variation trimestrielle est révisée de -0,4 point, à +0,7 %).

Sur l'ensemble de l'année 2002, la croissance est inchangée, à 1,2 % ; toutefois, la révision du dernier trimestre induit un acquis de croissance moindre pour 2003, qui s'établit désormais à 0,2 % seulement (contre 0,4 % en première publication).

Dans la zone euro, le produit intérieur brut a augmenté de 0,1 % au quatrième trimestre (après 0,3 % au trimestre précédent), en hausse de 1,2 % sur un an.

L'activité industrielle s'est quelque peu redressée au premier trimestre 2003, mais sa croissance à court terme devrait rester modérée

Au premier trimestre, la production industrielle totale a progressé de 0,9 % (contre -0,3 % le trimestre précédent). Cette hausse est due pour 0,7 point à la croissance de la production en énergie.

La production manufacturière est en augmentation plus modérée (+0,3 %, après -0,4 % au quatrième trimestre 2002). Sur l'ensemble du premier trimestre, cette progression provient pour moitié de l'accroissement de la production dans l'industrie automobile.

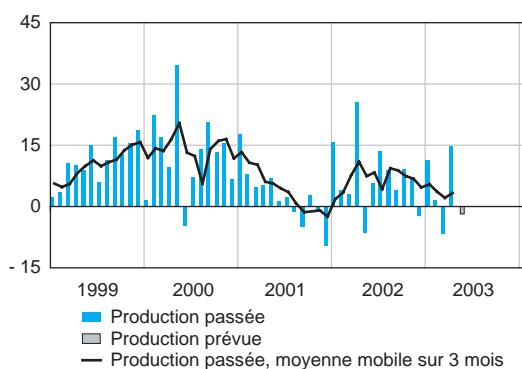
Ainsi, la hausse de la production industrielle totale devrait contribuer pour près de 0,2 point à l'évolution du PIB en début d'année.

Cette contribution de la production industrielle totale est essentiellement due à la production en énergie, qui contribue pour 0,12 point à l'évolution du PIB.

En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, un redressement de l'activité est intervenu dans tous les secteurs, faisant plus que compenser la contraction du mois précédent. Ce mouvement anticipe, toutefois, pour partie, un affaiblissement attendu de l'activité en mai, en raison de l'importance des jours chômés.

La production dans l'industrie

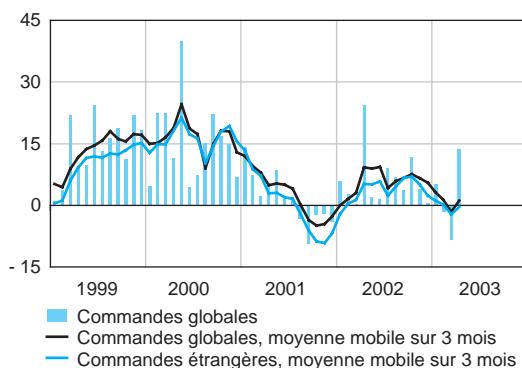
(*solde des opinions, cvs*)



Les commandes nouvelles ont globalement progressé, avec de forts contrastes entre les secteurs. Dans l'ensemble, le raffermissement de la demande a été plus sensible sur le marché intérieur qu'à l'exportation.

Les commandes dans l'industrie

(*solde des opinions, cvs*)



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

Aux États-Unis, le PIB a progressé de 0,4 % au premier trimestre 2003, après une croissance de 0,3 % au dernier trimestre de 2002, malgré le recul de la production industrielle de 0,5 % en mars, après 0,1 % le mois précédent. Le taux d'utilisation des capacités de production, corrigé des variations saisonnières, s'est cependant affaibli, s'établissant à 74,8 % en mars 2003, contre 75,3 % en février. En avril, les deux indices ISM ont évolué en sens contraire : alors que l'indice du secteur manufacturier s'est inscrit en léger repli, à 45,4, contre 46,2 un mois auparavant, l'indice concernant les services est repassé au-dessus du seuil d'expansion, à 50,7, contre 47,9 en mars. Le taux de chômage a sensiblement augmenté en avril 2003, pour s'établir à 6,0 %, contre 5,8 % en mars. L'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a fortement progressé, à 83,2 en avril, après 77,6 en mars, avec la fin de la guerre en Irak et dans un contexte de stabilité de l'inflation. L'indice des prix à la consommation s'est établi à 3,0 % en mars, comme le mois précédent ; l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'est maintenue à 1,7 % en mars.

Au Japon, l'indice de production industrielle s'est contracté de 0,2 % en mars, après - 1,6 % en février, et sa progression sur un an a ralenti à 3,8 %, contre 4,8 % en février. Toutefois, l'indice PMI du secteur manufacturier s'est redressé, en avril, à 50,1 contre 48,9 en mars. Le recul des dépenses réelles de consommation des ménages s'est accentué, en mars, passant à - 2,3 % sur un an, après - 1,1 % en février, alors que le taux de chômage progressait à 5,4 % en mars, contre 5,2 % en février. Cependant, l'indice de confiance des consommateurs de la région de Tokyo s'est légèrement redressé en avril, passant à 40,5 points, après 38,8 en mars. L'excédent de la balance des paiements courants cumulé sur les deux premiers mois de l'année s'est établi à 1 888 milliards de yens (2 111 milliards sur la même période un an auparavant) et l'excédent commercial, cumulé de janvier à mars 2003, a été de 2 003,3 milliards de yens, contre 2 205,2 milliards sur la même période un an auparavant. Sur un mois, l'indice des prix à la consommation a progressé, en mars, de 0,3 %, mais a continué de reculer en termes annuels (- 0,1 %).

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB sur le premier trimestre de 2003 a été de 0,2 %, selon l'Office for National Statistics. Compte tenu du recul de la production industrielle en mars (- 0,8 % sur un mois), cette première estimation du PIB pourrait cependant être révisée à la baisse. Les indices PMI ont progressé en avril, de 49,0 à 50,7 pour les services, et de 46,3 à 48,3 pour le secteur manufacturier. Le taux de chômage (au sens du Bureau International du Travail) a été de 5,1 % en mars, chiffre inchangé depuis juillet 2002. Le déficit commercial cumulé sur les deux premiers mois de l'année s'est établi à 6,8 milliards de livres, contre 5,2 milliards, sur la même période, un an auparavant. L'indice des prix à la consommation, hors charges d'intérêts hypothécaires (RPIX, Retail Price Index excluding mortgage interest payments), a augmenté, en mars, de 3,0 %, sur un an, en raison notamment du dynamisme des prix immobiliers.

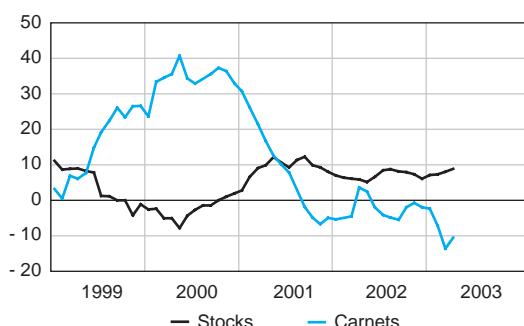
Dans la zone euro, la croissance du PIB a été évaluée, en troisième estimation, à 0,1 % au dernier trimestre de 2002, et à 0,8 % en moyenne annuelle en 2002. En avril, les indices PMI n'ont pas marqué d'amélioration, s'établissant à 47,7 dans les services, comme en mars, et à 47,8 dans le secteur manufacturier (48,4 en mars). Le taux de chômage a poursuivi sa lente remontée, à 8,7 % en mars, contre 8,6 % en février. La confiance des consommateurs, mesurée par l'indicateur de la Commission européenne, s'est pourtant légèrement redressée en avril. Le solde des paiements courants cumulé en janvier et février 2003 a été déficitaire, à - 3,2 milliards d'euros, contre + 4,5 milliards sur la même période un an auparavant. L'inflation a ralenti en avril, à 2,1 %, sur un an, contre 2,4 % en mars, en liaison essentiellement avec le repli des prix des produits énergétiques.

Aussi le niveau des carnets de commandes s'est-il quelque peu redressé, même s'il apparaît toujours inférieur à la normale dans la quasi-totalité des secteurs.

Les stocks de produits finis se sont légèrement gonflés, en prévision, notamment, d'une production réduite au mois de mai.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Toutefois, au cours des prochains mois, les perspectives de production, intégrant le moindre nombre de jours ouvrés en mai, demeurent globalement stables. Elles sont plus favorables dans les industries agroalimentaires, mais restent médiocres dans l'industrie automobile.

Dans les services marchands, l'activité est en retrait sur un an

Selon l'enquête de la Banque de France, l'activité des services marchands (données brutes) a progressé en avril, mais, sur un an, elle se situe en net repli, légèrement moins accentué que le mois précédent.

Dans le bâtiment et les travaux publics, l'activité est restée stable au premier trimestre 2003 selon les résultats de l'enquête trimestrielle de la Banque de France et elle a continué de s'inscrire en recul sur douze mois.

D'après les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours du premier trimestre 2003 a augmenté de 1,1 %, en données brutes, par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est également en hausse (+ 5,6 %, en données brutes) sur cette période. L'évolution des

locaux non résidentiels mis en chantier apparaît toujours peu favorable (- 11,9 %, comparé aux mois correspondants de l'année 2002), en particulier pour les bâtiments industriels (- 15,2 %) et les bureaux (- 21,0 %).

Le comportement de consommation des ménages s'est amélioré au premier trimestre

En mars, les achats des ménages de produits manufacturés ont enregistré une hausse inattendue (+ 0,3 %, contre des prévisions comprises entre - 0,3 % et - 0,5 %, selon les consensus), après une baisse plus accentuée, qu'en première publication, de leurs achats en février (- 0,7 %, chiffre révisé de - 0,2 point).

Sur l'ensemble du premier trimestre 2003, les achats des ménages en produits manufacturés ont progressé de 1 %, contre une stabilité au trimestre précédent. Cette hausse provient du net accroissement des achats de textile-cuir (5,1 %) et de la très bonne orientation des dépenses de biens d'équipement du logement (3,2 %).

La progression de 1,0 % de la consommation de produits manufacturés devrait contribuer pour 0,3 point à la hausse de la consommation totale, et pour 0,15 point à celle du PIB.

En mars-avril, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, le chiffre d'affaires du commerce de détail est en repli (- 2,0 %, données cvs et cjo en volume) par rapport au bimestre précédent. En glissement annuel, l'activité commerciale demeure stable.

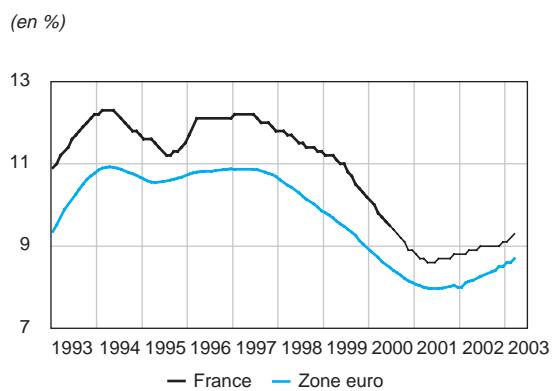
En avril, les immatriculations de voitures particulières neuves ont diminué de 4,8 %, par rapport au mois précédent, après une hausse de 0,3 % en mars (en données cvs-cjo). Sur un an, elles sont en baisse de 13,2 %.

Par ailleurs, selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages (cvs, dont les réponses ont été collectées du 1^{er} au 17 avril) s'est légèrement redressé en avril, à - 29 (contre - 32 le mois précédent).

Cette faible hausse de l'indicateur résumé résulte essentiellement de la progression de l'opinion des ménages relative aux perspectives d'évolution du niveau de vie ainsi que de celle concernant l'opportunité à faire des achats importants. Dans les soldes n'entrant pas dans la composition de

l'indicateur résumé, les perspectives d'évolution du chômage sont un peu moins fortes, et les anticipations sur les prix sont en léger repli.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : DARES et Eurostat

En mars, le taux de chômage a augmenté de 0,1 point, à 9,3 % de la population active (+ 0,4 point sur un an).

Dans la zone euro, le taux de chômage a également progressé de 0,1 point en mars, à 8,7 % de la population active (8,2 % en mars 2002).

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

Selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, le taux d'utilisation des capacités de production est demeuré quasiment inchangé en avril 2003 et s'établit à 82,4 %, soit un niveau inférieur de près de 2 points à sa moyenne de longue période.

Selon les banquiers interrogés par la Banque de France dans le cadre de l'enquête financière portant sur le premier trimestre 2003, les investissements physiques et financiers des entreprises se sont fortement contractés.

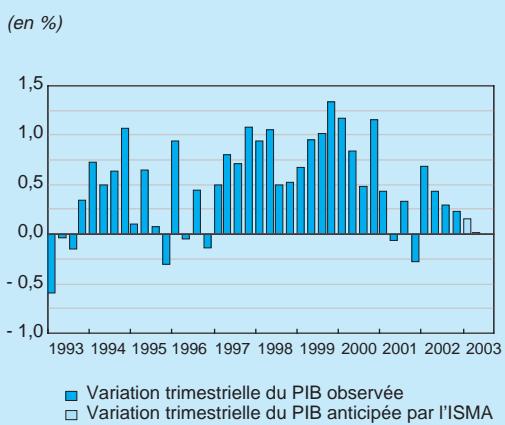
Au cours des prochains mois, la demande de crédit à moyen et long termes devrait évoluer à la baisse, en raison, essentiellement, de la faiblesse anticipée de l'investissement. Les établissements de crédit interrogés ne s'attendent pas à une orientation plus favorable de l'investissement avant le second semestre 2003.

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, le produit intérieur brut progresserait de 0,2 % aux premier et deuxième trimestres 2003 (contre une précédente évaluation de 0,0% au deuxième trimestre, évaluation dont l'éventuel biais négatif, lié à l'évolution du conflit en Irak, avait été signalé).

À la fin du premier semestre, sous ces hypothèses, l'acquis de croissance pour l'année atteindrait 0,6 %.

Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires a augmenté de 1 point en avril, pour s'établir à 94, contre 101 un an auparavant.

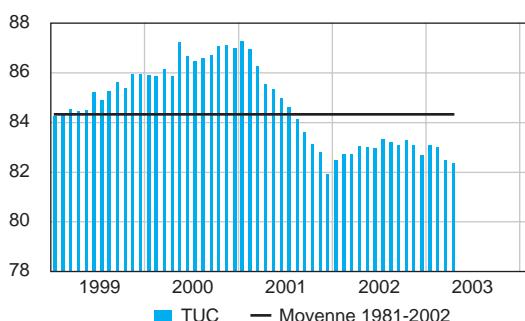
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



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

(en %, cvs)



1.2. L'évolution des prix

En avril, la baisse des cours du pétrole s'est poursuivie

En avril, le cours du Brent (pétrole de la mer du Nord) a enregistré une baisse de 18,1 % sur le mois, cotant 24,98 dollars en moyenne (- 2,8 % sur un an).

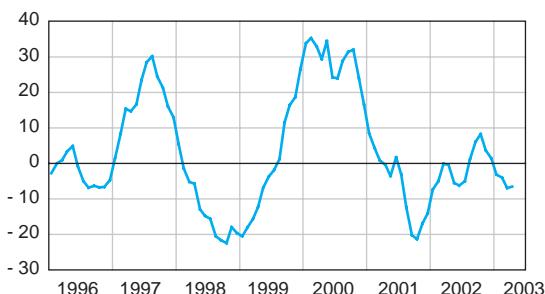
L'indice du pétrole, exprimé en euros, a reculé de 18,3 % sur le mois (- 20,6 % sur un an).

L'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris pétrole, a diminué de 9,4 % en euros (- 12,5 % sur un an), et de 9,1 % en dollars (+ 7,1 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France, exprimé en euros, est en diminution de 0,3 %, par rapport au mois précédent (- 6,5 % sur un an).

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

(en glissement annuel, en %)



Les prix de vente industriels progressent de 0,4 % en mars

En mars, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie ont augmenté de 0,4 %, après 0,6 % en janvier et février (chiffre revu de 0,1 point). Sur un an, les prix sont en hausse de 2,5 % (après 2,8 % le mois précédent, et -0,8 % en mars 2002).

Les prix de vente de l'industrie hors énergie et IAA augmentent de 0,3 % en mars, après une stabilisation en février, et de + 0,9 % sur un an (après + 0,7 % en février, et -0,3 % en mars 2002).

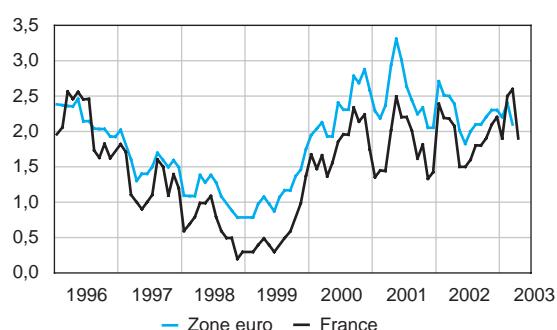
L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé a enregistré un repli de 0,2 % en avril

En avril 2003, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a diminué en France de 0,2 %. Sur un an, il s'est accru de 1,9 %, contre 2,6 % le mois précédent et 2,1 % un an auparavant.

Dans l'ensemble de la zone euro, l'indice des prix à la consommation harmonisé a progressé de 2,1 % en glissement annuel en avril (contre 2,4 % en mars).

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

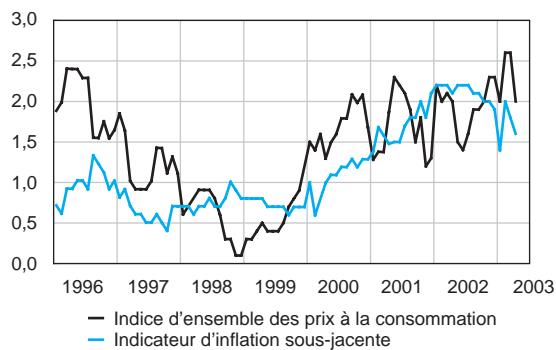
L'indice national brut des prix de détail (IPCN) a également enregistré, en France, une baisse de 0,2 % en avril (après des hausses de 0,5 % en mars et de 0,4 % en avril 2002) et une progression de 2,0 % en glissement annuel, contre 2,6 % le mois précédent (2,0 % en avril 2002). En données cvs, l'IPCN a reculé de 0,4 % sur le mois, mais progressé de 2,0 % sur un an.

Le recul de l'indice d'ensemble provient essentiellement du fort repli des prix des produits pétroliers, auquel s'ajoute, dans une moindre mesure, la baisse des prix de l'habillement-chaussure. Cette décroissance est cependant limitée par le renchérissement de l'alimentation, des services et des autres produits manufacturés.

L'indicateur d'inflation sous-jacente de l'INSEE est resté stable sur le mois (comme en mars), et s'accroît de 1,6 % sur un an (contre 2,1 % en avril 2002).

Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

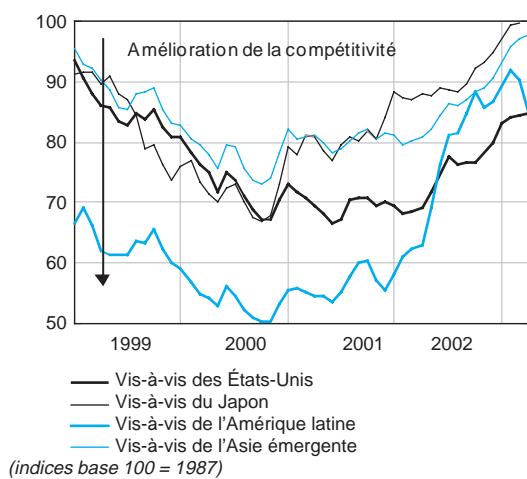
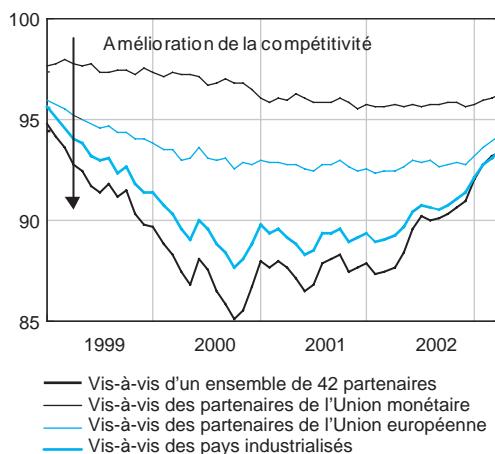
1.3. La compétitivité

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

L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires¹ s'est établi à 93,4 en avril 2003, contre 93,2 en mars, 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



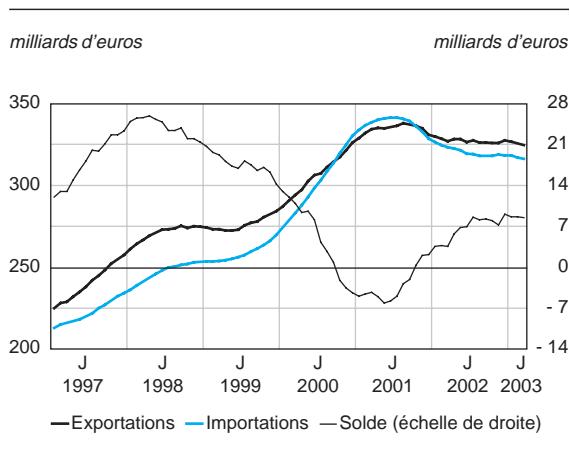
Sources : BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg
Calculs : Banque de France

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 mars 2003

L'excédent commercial revient à moins de 100 millions d'euros en données cvs, contre 0,6 milliard le mois précédent. Les exportations reculent nettement pour le deuxième mois consécutif (- 2,1 %, après - 1,1 % en février), tandis que les importations connaissent un tassement modéré (- 0,3 %). Au premier trimestre de 2003, l'excédent cvs décroît de 0,6 milliard d'euros par comparaison avec le premier trimestre de 2002, à 1,2 milliard d'euros.

Commerce extérieur
Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Le recul des exportations est particulièrement marqué dans les secteurs des biens de consommation (- 5,9 %) et des biens intermédiaires (- 4,7 %). Dans le secteur des biens d'équipement, la bonne tenue des exportations (+ 1,5 %) tient uniquement aux livraisons d'Airbus (seize appareils vendus pour un milliard d'euros, contre douze appareils vendus pour 0,7 milliard en février). Les ventes de produits de l'industrie automobile se redressent (+ 3,2 %), après le creux enregistré en février.

S'agissant des importations, on note une stabilité ou un repli modéré des achats dans la plupart des secteurs, sauf pour les produits agricoles et agroalimentaires (- 3,8 %) et, surtout, dans le secteur des biens d'équipement où les importations diminuent de 3,5 %, alors qu'elles avaient déjà baissé de 6,2 % en février. Les importations de biens d'équipement se situent ainsi en mars 2003 à un niveau inférieur de 15 % environ à celui qu'elles avaient été en mars 2002.

Sur le plan géographique, on observe une accentuation du déficit vis-à-vis des pays de la zone euro, à 0,6 milliard d'euros, contre 0,2 milliard en février, liée au repli des exportations vers la zone (- 4 %). Parmi les grands partenaires, l'Allemagne, à nouveau (- 8,9 %), et l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) (- 11,1 %) sont particulièrement concernés par ce repli, alors que les échanges avec l'Espagne s'inscrivent à contre-tendance. Hors zone euro, les échanges avec le Royaume-Uni sont en baisse pour le troisième mois consécutif, tant à l'exportation (- 5,3 %) qu'à l'importation (- 11,7 %). Les échanges avec les États-Unis se contractent également dans de fortes proportions au mois de mars (- 10,8 % à l'exportation et - 7,2 % à l'importation), le solde revenant quasiment à l'équilibre. Enfin, l'excédent bilatéral avec les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) décroît en mars, suite à une hausse des achats de biens intermédiaires, alors que les exportations se stabilisent.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en mars 2003

L'excédent du *compte de transactions courantes* en données cvs s'est stabilisé au mois de mars, à 1,5 milliard d'euros. En données brutes, l'excédent s'est établi à 2 milliards d'euros, après 1,5 milliard en février.

Sous l'effet d'une légère progression des importations, le solde des échanges de biens a affiché un déficit de 39 millions d'euros en données cvs, après plus de dix-huit mois consécutifs d'excédents.

Le solde positif des *services* est revenu à 1,5 milliard d'euros en données cvs, en baisse de 0,6 milliard par rapport au mois précédent, suite à un recul marqué des recettes.

Excédentaire d'un milliard d'euros, le solde cvs des *revenus* s'est néanmoins replié par rapport au mois précédent, en raison d'une nouvelle diminution des recettes en provenance de l'étranger.

Les *transferts courants nets* à destination de l'étranger, toujours exprimés en données brutes, ont diminué de 0,2 milliard d'euros en mars, à 1,4 milliard, principalement du fait d'une baisse des versements des administrations publiques résidentes aux institutions de l'Union européenne.

Le *compte de capital* présente un solde débiteur de 7,1 milliards d'euros en mars, qui correspond pour l'essentiel à une remise de dette consentie par une entreprise française à une société affiliée située dans un pays de la zone euro.

Le *compte financier* a enregistré des entrées nettes de capitaux, à hauteur de 6,5 milliards d'euros.

Les *investissements directs* français à l'étranger ont poursuivi leur remontée en mars, à 7,7 milliards d'euros. Ceux-ci ont toutefois consisté principalement en prêts et flux à court terme en faveur de sociétés affiliées, les opérations en capital se stabilisant à un faible niveau. Parmi les investissements directs étrangers en France, les opérations en capital sont également restées d'ampleur limitée en dépit d'investissements immobiliers toujours soutenus.

Le solde débiteur des *investissements de portefeuille* a diminué par rapport aux deux mois précédents, suite à une forte baisse des achats de titres étrangers par les résidents. Ces derniers ont, en particulier, réduit de moitié leurs acquisitions de titres du marché monétaire et totalement interrompu leurs acquisitions d'obligations, mais ils ont continué à acheter des actions étrangères, dans un contexte d'évolution différenciée des cours entre les marchés américains et européens. De leur côté, les non-résidents ont acheté des valeurs françaises, à hauteur de 7,4 milliards d'euros, portant presque exclusivement sur des titres publics (7 milliards d'euros au total, dont 5,2 milliards d'OAT).

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) ont donné lieu à des entrées nettes de 14,3 milliards d'euros, dont 12,1 milliards en raison, essentiellement, d'une diminution des créances des institutions financières et monétaires (IFM) résidentes vis-à-vis de l'étranger.

Au premier trimestre 2003, le *compte de transactions courantes* présente un excédent cumulé de 7,9 milliards d'euros en données brutes sur les trois premiers mois de l'année, en repli sensible par rapport au premier trimestre 2002.

La baisse du solde courant d'un début d'année à l'autre tient pour l'essentiel à la dégradation de la balance des *biens*, de + 1 milliard d'euros à - 200 millions, affectée par un recul des exportations de 1,1 %.

Le solde des *services*, en revanche, s'est redressé, progressant de 0,6 milliard d'euros, à 4 milliards. En raison d'une chute de 8,1 % des dépenses de transport, le solde de la ligne a crû de 0,1 milliard

d'euros. Bien que les derniers mois aient semblé peu propices aux voyages internationaux, les recettes et dépenses de voyages ont bondi respectivement de 10,2 % et 8,1 % par comparaison avec le premier trimestre 2002, portant le solde à 2,5 milliards d'euros, contre 2,2 milliards.

Déjà en réduction sensible l'année dernière, l'excédent des *revenus* s'est à nouveau replié au premier trimestre 2003, passant à 4 milliards d'euros, contre 4,6 milliards sur la même période de 2002. En liaison avec le ralentissement de la croissance mondiale et la diminution des profits des entreprises, les bénéfices, rapatriés ou réinvestis, des filiales étrangères d'entreprises françaises ont reculé de 22,9 % d'un début d'année à l'autre. Affectées cette fois, non seulement par la baisse des dividendes, mais aussi par la baisse des taux d'intérêt, les recettes de revenus d'investissements de portefeuille ont diminué de 3,4 %. Les recettes au titre des « autres revenus d'investissements » ont également reculé (- 10,3 %), mais la contribution de la ligne à l'évolution du solde global a été positive du fait d'une contraction plus importante des dépenses (- 13,3 %).

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 2,4 milliards d'euros au premier trimestre 2003.

Alors que les investissements directs étrangers en France ont été quasiment stables, par comparaison avec le premier trimestre 2002, les investissements directs à l'étranger ont connu une nouvelle baisse, de près de 42 %. Au total, le solde débiteur des investissements directs a fortement diminué, à 5,1 milliards d'euros, contre 13,5 milliards sur les trois premiers mois de l'année 2002.

Les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux de 17,5 milliards d'euros depuis le début de l'année, en légère baisse par rapport au premier trimestre 2002. On observe à la fois une progression des achats de titres étrangers par les résidents d'une période à l'autre (de 43,7 milliards d'euros à 56,2 milliards), exclusivement concentrée sur les instruments du marché monétaire, et un doublement des achats de titres français par les non-résidents (à 38,7 milliards), ces derniers se montrant friands d'obligations, publiques ou privées, et ayant timidement recommencé à acquérir des actions françaises.

Conformément au calendrier habituel, les données des années 2000, 2001 et 2002 ont été révisées début mai 2003. Ces données seront reprises dans le rapport annuel de la balance des paiements et de la position

extérieure, dont la publication est prévue en septembre prochain. Elles ne seront plus modifiées, en principe, avant le mois de mai 2004.

S'agissant de l'année 2000, les seules modifications importantes depuis la dernière publication concernent les bénéfices réinvestis. Des données définitives, issues des enquêtes sur les stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France, ont été substituées aux estimations précédentes inscrites dans les revenus d'investissements et, en contrepartie, sous la rubrique investissements directs. Pour l'année 2001, outre la révision des bénéfices réinvestis, des corrections significatives sont à

signaler concernant les investissements directs à l'étranger, les enquêtes de stocks ayant permis de retrouver trace d'opérations non prises en compte précédemment. Des rectifications ont également été apportées aux investissements de portefeuille et aux « autres investissements » des institutions financières et monétaires.

La balance des paiements de l'année 2002, enfin, a fait l'objet de changements parfois substantiels dans la plupart de ses composantes. Il s'agit là d'un processus normal pour des données qui n'avaient été jusqu'alors révisées qu'une fois, lors des révisions trimestrielles.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)	(données brutes en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	25 702	27 456	5 087	4 454	1 522	1 956	9 232	7 932	
Biens	3 947	10 137	1 451	- 752	185	367	1 005	- 200	
Services	19 922	18 715	1 771	1 245	1 032	1 713	3 413	3 990	
Total « Biens et services »	23 869	28 852	3 222	493	1 217	2 080	4 418	3 790	
<i>Recettes</i>	418 081	414 685	34 130	32 466	32 712	35 123	101 065	100 301	
<i>Dépenses</i>	394 212	385 833	30 908	31 973	31 495	33 043	96 647	96 511	
Revenus	18 387	13 604	3 711	672	1 971	1 308	4 576	3 951	
Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 1 846	3 289	- 1 666	- 1 432	238	191	
Compte de capital	- 330	- 172	- 58	- 131	105	- 7 063	51	- 7 089	
Compte financier	- 33 100	- 30 298	- 12 529	- 11 575	2 657	6 501	- 2 536	- 2 417	
Investissements directs	- 42 224	- 11 732	- 1 530	1 103	- 778	- 5 440	- 13 528	- 5 115	
<i>Français à l'étranger</i>	- 103 899	- 66 459	- 5 452	- 1 083	- 3 803	- 7 702	- 21 622	- 12 588	
<i>Étrangers en France</i>	61 675	54 727	3 922	2 186	3 025	2 262	8 094	7 473	
Investissements de portefeuille	24 004	- 19 447	16 628	- 6 452	- 8 866	- 2 187	- 24 686	- 17 505	
<i>Avoirs</i>	- 95 017	- 84 839	6 932	- 20 633	- 25 915	- 9 627	- 43 689	- 56 175	
<i>Engagements</i>	119 021	65 392	9 696	14 181	17 049	7 440	19 003	38 670	
Autres investissements	2 784	5 531	97	693	283	- 958	509	18	
<i>Avoirs</i>	- 23 427	- 8 851	- 28 562	- 7 700	12 712	14 308	33 150	19 320	
<i>Engagements</i>	- 65 463	- 34 370	568	- 17 958	- 18 866	35 678	11 997	- 1 146	
Produits financiers dérivés	42 036	25 519	- 29 130	10 258	31 578	- 21 370	21 153	20 466	
Avoirs de réserve	5 763	4 201	838	781	- 694	778	2 019	865	
Erreurs et omissions nettes	7 728	3 014	7 500	7 252	- 4 284	- 1 394	- 6 747	1 574	

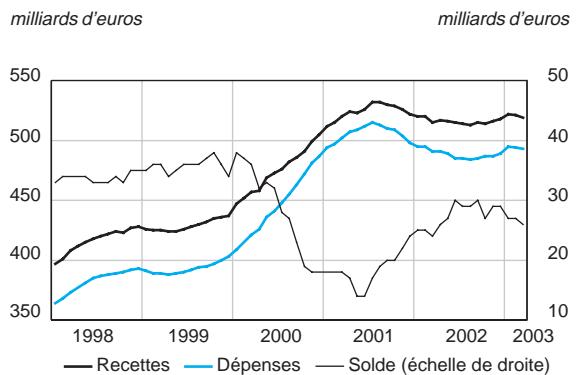
(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

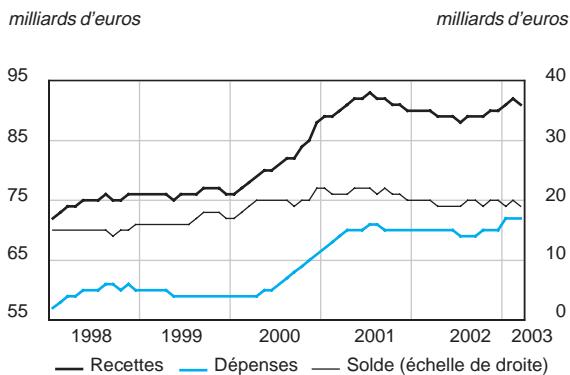
Transactions courantes

Douze mois glissants



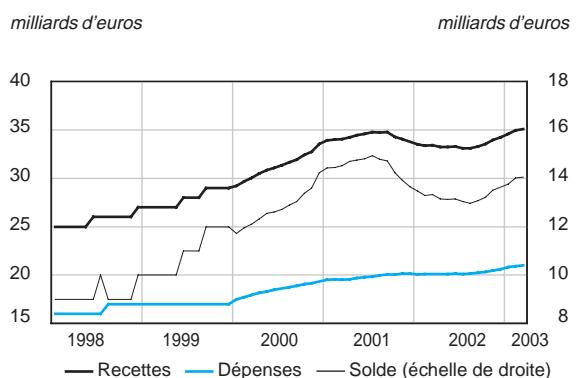
Services

Douze mois glissants (cvs)



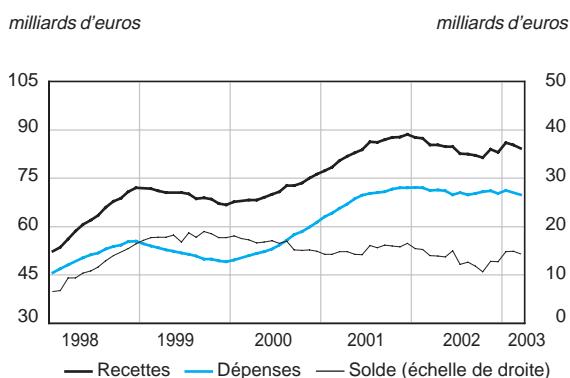
Voyages

Douze mois glissants (cvs)



Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)

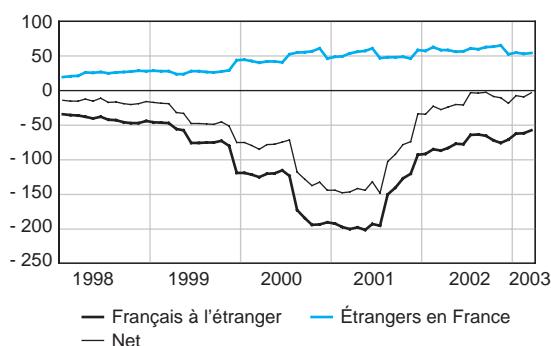


Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

milliards d'euros

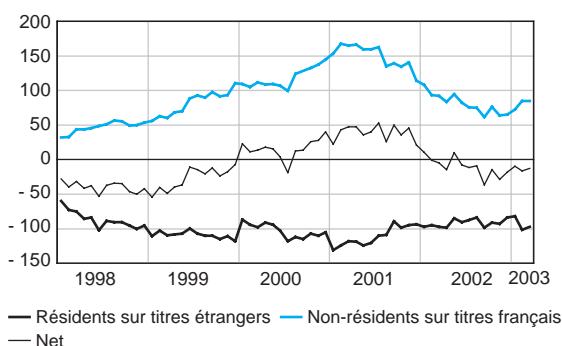


Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

milliards d'euros



2. La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 7,9 %¹, en mars comme en février (chiffre de février initialement évalué à 8,1 %). La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels a augmenté, atteignant 7,7 % pour la période allant de janvier 2002 à mars 2003, au lieu de 7,3 % pour la période allant de décembre 2002 à février 2003 (chiffre initialement évalué à 7,4 %).

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

Le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a légèrement diminué en mars (39,9 %, après 41,4 % en février). Son niveau élevé traduit la poursuite du mouvement de reconstitution des encaisses en pièces et en billets engagé à la suite de l'introduction de l'euro fiduciaire en janvier 2002. La progression des dépôts à vue s'est accentuée (7,9 %, après 6,4 %). Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement a augmenté, à 11,6 %, après 10,3 %.

La progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* s'est légèrement atténuée en mars (4,5 %, après 4,7 %). La croissance annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois s'est renforcée (8,3 %, après 7,7 %), alors que l'évolution des dépôts à terme de moins de deux ans est redevenue négative en mars (- 0,5 %, après 1,2 %). La progression annuelle de l'agrégat *M2* (7,9 %) a été plus prononcée qu'en février (7,3 %).

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)					
	Encours	Taux de croissance annuel		Part dans la zone euro Mars 2003		
		(a)	Mars 2003			
ZONE EURO (b) :						
Agrégats monétaires (données cvs)						
Billets et pièces en circulation	332,4	41,4	39,9			
+ Dépôts à vue	2 073,8	6,4	7,9			
= M1	2 406,2	10,3	11,6			
+ autres dépôts monétaires	2 572,2	4,7	4,5			
= M2	4 978,5	7,3	7,9			
+ Instruments négociables	859,5	11,3	7,9			
= M3	5 837,9	7,9	7,9			
Crédits au secteur privé (données cvs)	6 839,4	5,1	4,5			
Créances sur le secteur privé (données brutes)	7 800,0	4,9	4,6			
FRANCE :						
Principaux actifs monétaires (c)						
Dépôts à vue	352,0	0,7	1,2	17,0		
Comptes sur livrets	334,7	10,1	10,8	22,1		
Dépôts à terme ≤ 2 ans	58,1	- 7,2	- 9,2	5,4		
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	327,6	4,9	5,5	53,0		
Crédits au secteur privé (c)	1 150,3	3,4	3,1	16,8		
Endettement intérieur total (d)	2 628,8	5,3	6,3			
donc : Administrations publiques	959,6	8,4	10,7			
Sociétés non financières	1 106,1	1,9	2,5			
Ménages	563,2	7,0	6,9			

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

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

Sources : BCE, Banque de France

La croissance annuelle des instruments inclus dans *M3 – M2* s'est infléchie (7,9 %, après 11,3 %), sous l'effet du ralentissement prononcé des pensions (1,4 %, après 10,2 %) et de la contraction plus forte des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (- 10,3 %, après - 3,2 %). Le taux de progression des titres d'*OPCVM* monétaires est demeuré inchangé, à 16,4 %.

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 atténuée, à 4,6 %, après 4,9 %, le ralentissement des crédits (4,5 %, après 5,0 %) faisant plus que compenser le renforcement des titres autres qu'actions (9,6 %, après 8,1 %) et des actions et autres participations (2,5 %, après 0,8 %). La contribution des *créances nettes sur l'extérieur* à la croissance annuelle de M3 a continué de se renforcer (4,0 points de croissance de M3, après 3,8 points).

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données brutes

	(en points)	
	Février 2003	Mars 2003
Créances nettes sur l'extérieur	3,8	4,0
Concours au secteur privé	6,7	6,3
Concours aux administrations publiques	0,9	0,7
Ressources non monétaires	- 3,3	- 2,9
Divers	- 0,3	- 0,5
Total	7,8	7,7

Source : BCE

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

- la progression des *dépôts à vue* s'est légèrement renforcée tout en restant modérée : 1,2 % en un an, après 0,7 % en février ;
- la croissance des *livrets* s'est accentuée : 10,8 %, après 10,1 % ;
- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est amplifiée : - 9,2 %, après - 7,2 % ;
- le rythme annuel des placements en titres d'*OPCVM* monétaires et *instruments du marché monétaire détenus par les résidents* s'est accru : 5,5 %, après 4,9 %.

La croissance des *crédits au secteur privé français* s'est un peu ralenti, s'établissant à 3,1 % en mars, après 3,4 % en février.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

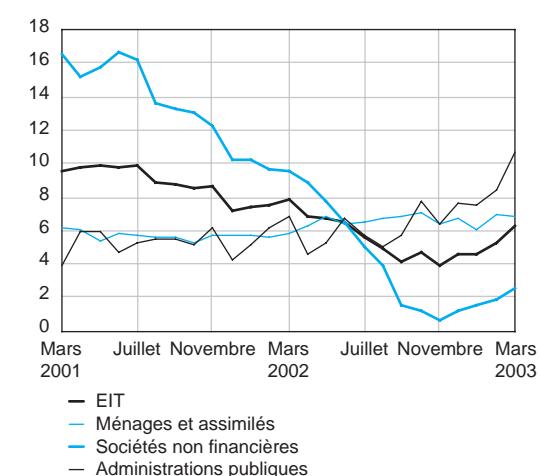
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers a augmenté en mars. Cette accélération a touché les administrations publiques et, dans une moindre mesure, les sociétés non financières. En revanche, la progression de l'endettement des ménages est resté quasiment inchangée.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Endettement intérieur total	7,8	5,3	6,3
Sociétés non financières	9,6	1,9	2,5
Ménages	5,9	7,0	6,9
Administrations publiques	6,9	8,4	10,7

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Endettement intérieur total	7,8	5,3	6,3
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,4	3,7	4,7
Crédits obtenus auprès des non-résidents	22,1	3,6	1,3
Financements de marché	9,5	7,4	9,4
Financements monétaires du Trésor public	- 1,5	7,7	9,0

L'accélération de l'endettement a été sensible sur les crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes et surtout sur les financements de marchés. En revanche, le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a fléchi.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de mars 2003 s'est élevé à 6,5 milliards d'euros, après 7,9 milliards en février. Le secteur des sociétés non financières a recueilli la totalité des capitaux collectés. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté 1,5 % de l'ensemble de ces opérations (1,3 % le mois précédent).

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

	(en milliards d'euros)				
	Année 2001	Année 2002	Mars 2002 à février 2003	Avril 2002 à mars 2003	Mars 2003
Sociétés non financières	80,0	86,9	85,9	83,7	6,5
Autres agents (a)	1,7	2,1	2,4	2,2	—
Total émis (b)	81,7	89,0	88,3	85,9	6,5
dont : Titres cotés					
<i>Cote officielle et second marché</i>	7,5	11,3	9,6	9,5	0,1
<i>Appel public à l'épargne (c)</i>	3,3	6,2	5,3	5,3	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

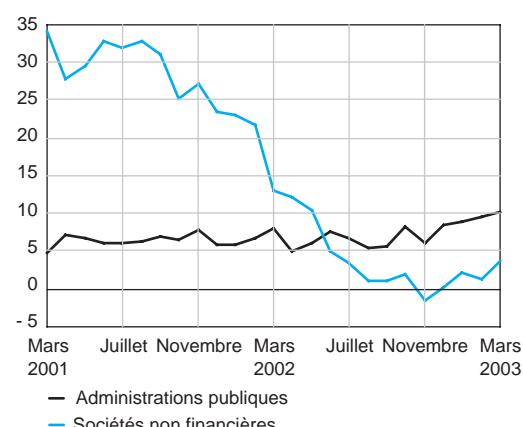
L'endettement sur les marchés des administrations publiques a continué de s'intensifier ; celui des sociétés non financières a confirmé sa reprise.

Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Endettement sur les marchés	9,5	7,4	9,4
Administrations publiques	8,1	9,6	10,2
≤ 1 an	31,2	66,7	47,1
> 1 an	6,3	4,7	6,6
Sociétés non financières	13,0	1,4	3,6
≤ 1 an	- 0,0	- 25,4	- 20,8
> 1 an	16,8	9,0	14,5

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

(taux de croissance annuel en %)



Les émissions brutes de titres de dette à long terme des résidents, toutes places financières confondues, sont en légère baisse d'un mois sur l'autre avec un montant de 28,5 milliards d'euros, contre 29,5 milliards en février 2003. En cumul sur douze mois, leur montant est stable, à 245 milliards d'euros. Les trois quarts des capitaux ont été levés sur la place financière de Paris. La part de l'encours des émissions obligataires libellées en euros s'est encore accentuée (près de 92 % du total, contre 91,6 % à fin février).

Compte tenu des remboursements intervenus au cours du mois, effectués à hauteur de 67,8 % par les établissements de crédit, les émissions nettes des résidents se sont élevées à 19,5 milliards d'euros. Le cumul sur les douze derniers mois s'est établi à 92,5 milliards d'euros, en hausse de 20,8 % par rapport au même cumul arrêté en février 2003 et de 48,7 % par rapport à l'année 2002.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

	Émissions nettes						Émissions brutes (en milliards d'euros)	Encours à fin mars 2003
	Année 2002	Mars 2002 à février 2003	Avril 2002 à mars 2003	Mars 2003	Mars 2002 à février 2003	Avril 2002 à mars 2003		
Sociétés non financières	15,5	19,3	23,1	4,6	40,8	44,4	7,2	257,3
dont : devises	1,0	2,4	1,2	- 0,9	6,2	5,1	—	38,0
État	27,5	36,0	46,6	12,0	102,0	100,3	12,0	655,9
Administrations publiques (hors État)	- 5,2	- 5,8	- 4,0	0,5	1,6	2,4	0,8	30,3
dont : devises	- 1,8	- 1,8	- 1,0	- 0,3	—	—	—	2,0
Institutions financières monétaires	22,0	27,4	27,0	1,9	98,3	95,8	8,0	387,1
dont : devises	6,4	8,8	6,7	0,3	26,6	24,8	1,6	69,6
Institutions financières non monétaires	0,8	- 0,7	- 0,2	0,5	1,1	2,3	0,5	30,9
dont : devises	—	—	—	—	—	—	—	0,6
Total	60,6	76,2	92,5	19,5	243,8	245,2	28,5	1 361,5
dont : devises	5,6	9,4	6,9	- 0,9	32,8	29,9	1,6	110,2

NB : Les titres de dette à long terme regroupent les obligations, les BMTN, les BTAN et les EMTN

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en avril 2003**Obligations émises à Paris**

	Émissions nettes						Émissions brutes (en milliards d'euros)	Encours à fin avril 2003
	Année 2002	Avril 2002 à mars 2003	Mai 2002 à avril 2003	Avril 2003	Avril 2002 à mars 2003	Mai 2002 à avril 2003		
Sociétés non financières	2,7	4,4	6,3	1,7	17,6	20,9	4,0	135,4
État	34,6	36,0	28,7	- 9,6	53,4	59,0	5,6	487,2
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	- 2,7	- 0,1	- 0,1	2,4	2,4	—	25,9
Institutions financières monétaires	- 9,7	- 4,0	- 4,0	- 1,0	19,0	19,0	0,5	162,4
Institutions financières non monétaires	- 0,2	- 1,0	- 0,7	0,1	1,4	1,5	0,1	26,7
Total	23,9	32,7	30,2	- 8,9	93,8	102,8	10,2	837,6

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'avril s'est établi à 10,2 milliards d'euros, soit une baisse de 34 % par rapport au montant réglé au cours du mois précédent. Compte tenu d'un montant de remboursements de 19,1 milliards d'euros, dont 15,3 milliards dus à des échéances d'OAT, les émissions nettes sur la place de Paris ont été négatives (- 8,9 milliards). Sur les douze derniers mois, les émissions nettes se sont élevées à 30,2 milliards d'euros, en hausse de 26,4 % par rapport à l'année 2002.

Les émissions brutes de l'État ont représenté 55 % du total émis par les résidents sur la place de Paris. À fin avril, l'État a réalisé 42,6 % de son programme indicatif d'émissions d'OAT pour 2003, fixé à 62,2 milliards d'euros. La dette obligataire de l'État représentait à la fin du mois d'avril 58,1 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris et comprenait 7,3 % d'OAT indexées sur l'inflation.

Les émissions obligataires brutes des établissements de crédit ont atteint 0,6 milliard d'euros en avril, en baisse de plus de 71 % par rapport au mois précédent. Les obligations foncières ont représenté près de 64 % des émissions de ce secteur. Compte tenu des remboursements, les émissions nettes des établissements de crédit ont été négatives au cours du mois sous revue (- 0,9 milliard d'euros) et sur les douze derniers mois (- 4,7 milliards).

Les sociétés non financières ont levé 4 milliards d'euros en avril, après 6,4 milliards en mars et 2,3 milliards en février. Pour le deuxième mois consécutif, les émissions nettes ont été positives (1,7 milliard d'euros). Le montant cumulé sur les douze derniers mois (6,3 milliards d'euros) s'inscrit en hausse de 117 % par rapport à celui enregistré en 2002.

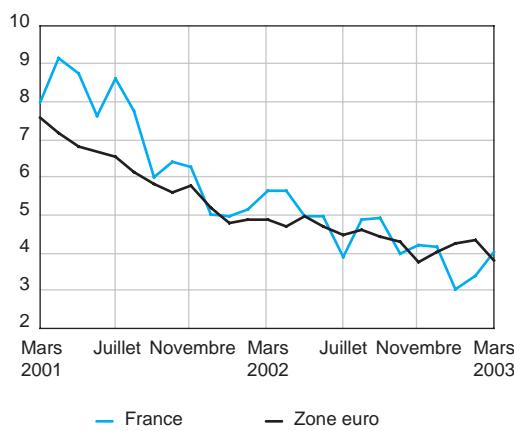
2.2.2. L'évolution des crédits

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a enregistré un nouveau redressement en mars.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Crédits des IFM	5,7	3,4	4,0
Banques	5,3	4,1	4,0
CDC et CNE	1,2	2,0	8,1
Établissements spécialisés	9,9	2,1	2,2

La croissance de l'encours des crédits distribués par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et la Caisse nationale d'épargne (CNE) s'est nettement renforcée. Celles des crédits distribués par les établissements spécialisés et par les banques ont peu varié.

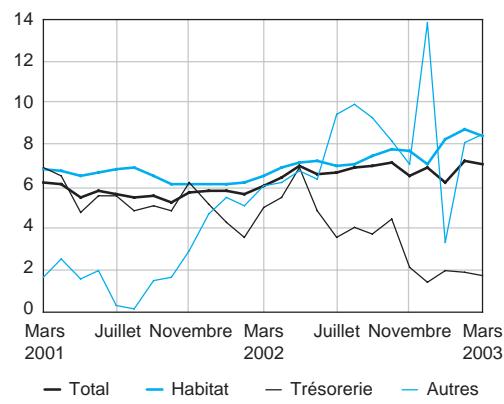
Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Crédits des IFM	5,7	3,4	4,0
aux administrations publiques	2,0	2,8	12,4
au secteur privé	6,0	3,4	3,1
dont :			
Crédits des EC aux ménages	6,1	7,3	7,1
dont : Trésorerie	5,0	1,9	1,7
Habitat	6,6	8,8	8,4
Crédits des EC			
aux sociétés non financières	3,3	3,2	2,5
dont : Trésorerie	- 4,3	0,9	- 3,2
Investissement	9,2	4,3	4,8

Le taux de croissance des crédits consentis aux administrations publiques a enregistré une forte augmentation. Celui des crédits consentis au secteur privé a légèrement fléchi pour les ménages comme, et de manière plus marquée, pour les sociétés non financières. Pour ces dernières, la progression des crédits à l'investissement s'est légèrement renforcée, mais les crédits de trésorerie ont retrouvé une évolution négative.

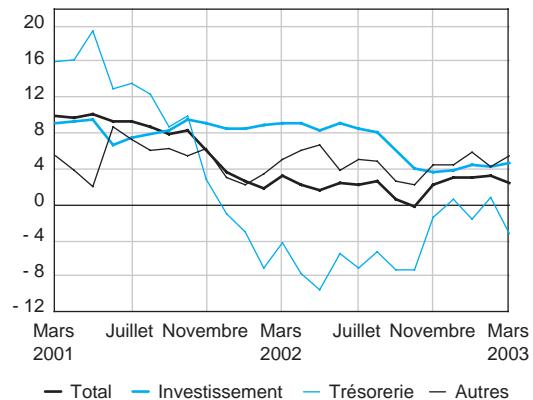
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux d'intérêt débiteurs

Le coût des crédits aux entreprises et aux particuliers a poursuivi sa détente dans la zone euro en mars 2003.

Taux d'intérêt débiteurs

(moyennes mensuelles en %)

	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Crédits à la consommation			
Zone euro	9,78	9,51	9,36
France	9,35	8,86	8,86
Crédits à l'habitat à taux fixe			
Zone euro	5,74	4,78	4,69
France	6,05	5,69	5,69
Crédits aux entreprises ≤ 1 an			
Zone euro	6,09	5,89	5,76
France	4,51	4,32	4,32
Crédits aux entreprises > 1 an			
Zone euro	5,85	5,19	5,17
France	5,12	4,65	4,65

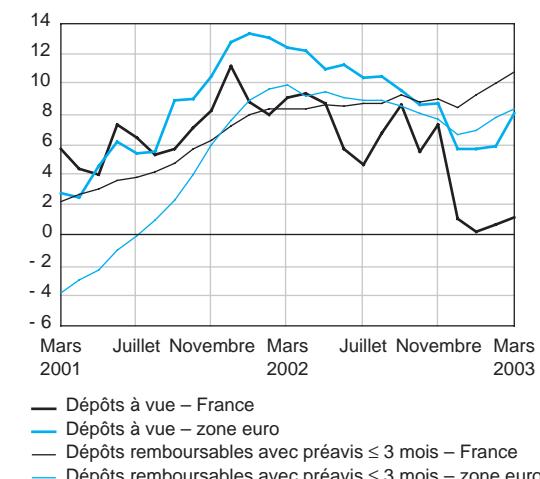
Sources : BCE, Banque de France

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 %)

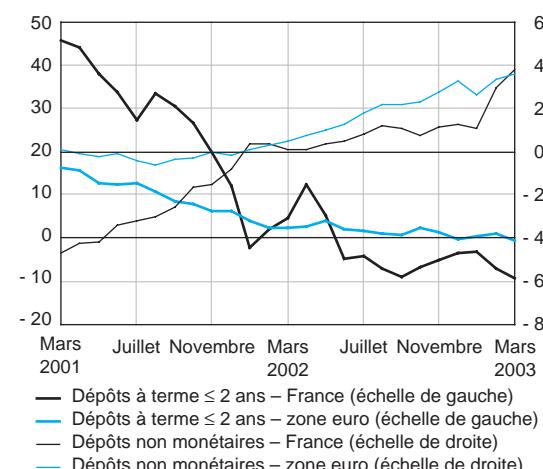


Sources : BCE, Banque de France

En France et dans la zone euro, la croissance des dépôts à vue et des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois s'est intensifiée en mars.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



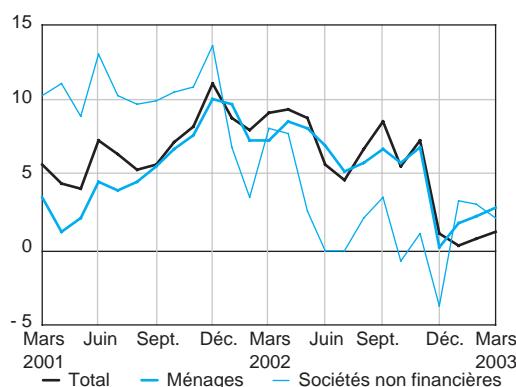
**Dépôts à vue
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Dépôts à vue	9,1	0,7	1,2
Ménages	7,3	2,3	2,8
Sociétés non financières	8,1	3,1	2,1
Autres	- 8,0	- 35,7	- 42,5

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages s'est accru en mars, alors que celui des dépôts des sociétés non financières a diminué. La forte contraction des dépôts des autres agents, rubrique recouvrant essentiellement la clientèle financière, s'est accentuée.

**Dépôts à vue par agents
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



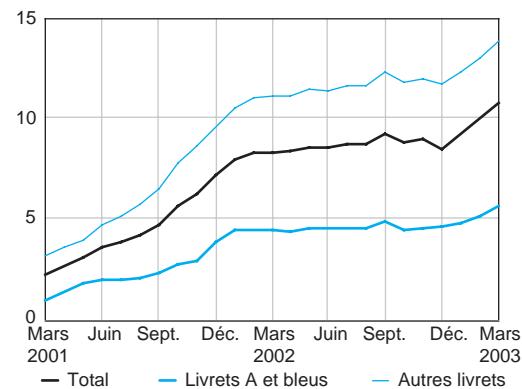
**Comptes sur livret
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Comptes sur livret	8,3	10,1	10,8
Livrets A et bleus	4,4	5,2	5,6
Livrets soumis à l'impôt	21,2	24,7	27,2
Livrets d'épargne populaire	5,7	6,2	6,4
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	7,8	8,6	8,6

Les différentes catégories de comptes sur livret ont vu leur croissance se renforcer en mars. Le rythme d'évolution des livrets soumis à l'impôt reste particulièrement soutenu.

**Comptes sur livret
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



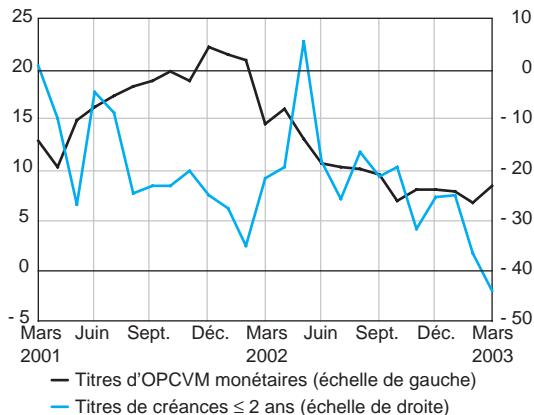
**Placements rémunérés aux taux du marché monétaire
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	6,8	1,3	1,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	4,5	- 7,2	- 9,2
Titres d'OPCVM monétaires	14,6	6,7	8,5
Certificats de dépôt	- 6,9	- 14,5	- 17,9
Pensions	- 7,1	4,9	4,1

La croissance des placements rémunérés aux taux du marché monétaire est restée très modeste. La légère accélération de la progression de l'encours des titres d'OPCVM a été compensée par l'accentuation de la contraction des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et des certificats de dépôts ainsi que par le ralentissement de la progression des pensions.

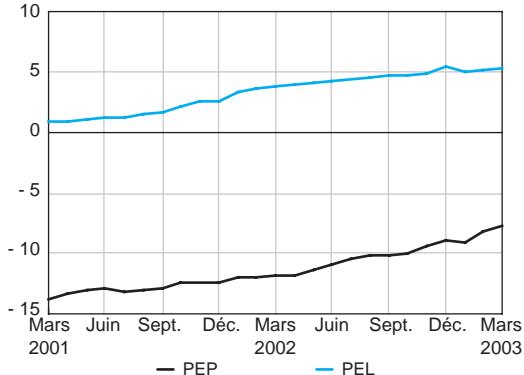
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



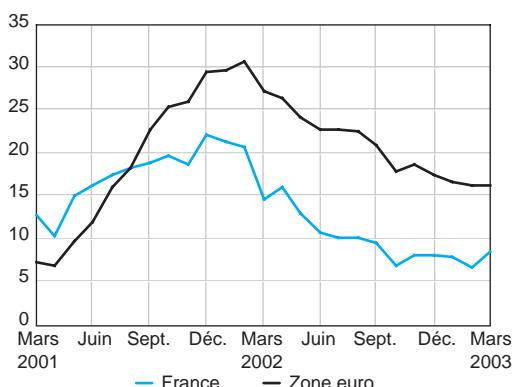
Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Dépôts non monétaires	0,1	3,0	3,8
PEP bancaires	-11,8	-8,2	-7,7
PEL	3,9	5,2	5,3

Le taux de croissance des dépôts non monétaires a augmenté. La progression des plans d'épargne-logement a continué de se renforcer et la contraction des PEP bancaires de s'atténuer.

Les placements en OPCVM non monétaires

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

	Décembre 2001	Décembre 2002	Mars 2003
OPCVM obligations	25,6	29,2	30,7
OPCVM actions	31,1	25,0	23,4
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	35,7
OPCVM garantis	7,1	9,6	10,2
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Commission des opérations de bourse

Par rapport à décembre 2002, 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, par rapport aux encours, en %)			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Mars 2003
OPCVM obligations	-3,9	-8,2	-8,0	-8,0
OPCVM actions	6,4	3,3	2,7	2,2
OPCVM diversifiés	1,2	-4,5	-5,5	-6,0

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

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

Rendement des titres par catégories d'OPCVM

	(en %)			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Mars 2003
OPCVM obligations	4,9	7,2	8,8	9,1
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	- 35,8	- 39,8
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	- 15,9	- 17,8

NB : Dividendes et plus-values réalisés au cours des douze derniers mois par rapport à l'actif net du mois correspondant de l'année précédente

Source : Euromonnaie – Groupe Fininfo

Le rendement des titres d'OPCVM « obligations » s'est sensiblement accru, tandis que les pertes affectant les titres d'OPCVM « actions » et « diversifiés » se sont encore alourdies.

Les taux d'intérêt créditeurs

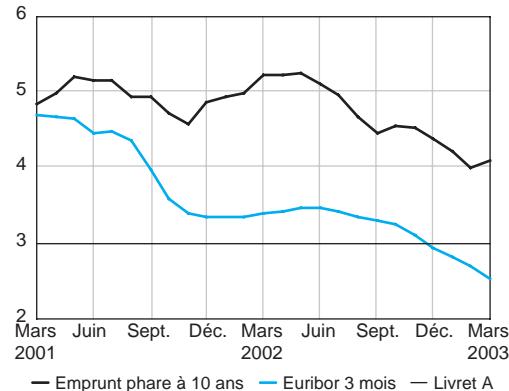
Les taux d'intérêt à long terme se sont légèrement redressés en mars.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Euribor 3 mois	3,39	2,69	2,53
Emprunt phare 10 ans	5,24	4,01	4,10
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 %)		
	Mars 2002	Février 2003	Mars 2003
Dépôts à vue			
Zone euro	0,73	0,62	0,59
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,15	2,02	1,98
France	3,08	3,06	3,06
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,84	2,32	2,19
France	3,39	2,69	2,53
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	4,07	3,15	3,08
France	4,61	4,15	4,25

Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro, les différents types de taux créditeurs ont baissé en mars.

3. Les marchés de capitaux

En dépit de la fin du conflit en Irak, les marchés sont restés dans l'expectative, les données macroéconomiques publiées ayant confirmé l'atonie de la conjoncture internationale et les opérateurs attendant la publication de statistiques d'activité récentes pour se prononcer plus avant.

Dans ce contexte, la devise américaine a poursuivi son affaiblissement contre la plupart des devises, et tout particulièrement contre l'euro. Les courbes de rendement n'ont, en revanche, guère évolué de part et d'autre de l'Atlantique. Aussi, l'évolution des taux constatée sur la période contraste-t-elle vivement avec celle observée à la fin de la première guerre du Golfe.

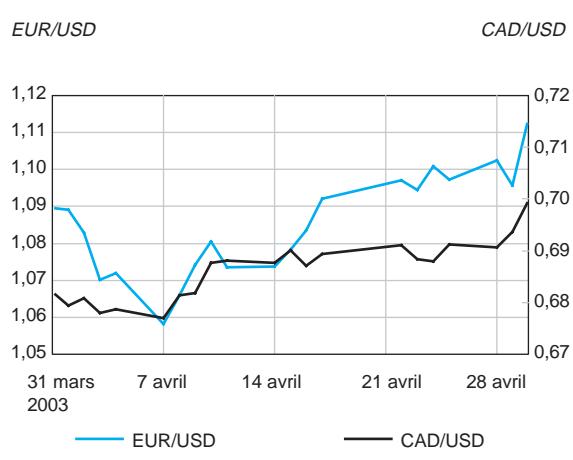
En liaison avec un certain recul de l'aversion au risque, les principaux marchés boursiers ont enregistré un rebond significatif, à l'exception du Japon. Parallèlement, les cours du pétrole ont chuté de 14 % sur le mois écoulé, et de 33 % par rapport à leur plus haut niveau de début mars.

3.1. Les marchés financiers internationaux en avril 2003

Le dollar s'est déprécié de manière significative

Au cours du mois d'avril, le dollar s'est déprécié contre la plupart des devises, à l'exception du yen, et de manière significative (-2,3 %) contre l'euro. Selon les intervenants de marché, la devise américaine a été affectée par les inquiétudes persistantes sur le scénario de reprise économique aux États-Unis, ainsi que par les interrogations relatives au financement du déficit extérieur américain. Le maintien de différentiels de taux défavorables par rapport à certaines devises telles que l'euro, le dollar australien ou le dollar canadien a pu, dans ce contexte, contribuer à affaiblir la devise américaine. En fin de mois, l'EUR/USD se négociait ainsi au-dessus de 1,1100, contre 1,0900 en début de période.

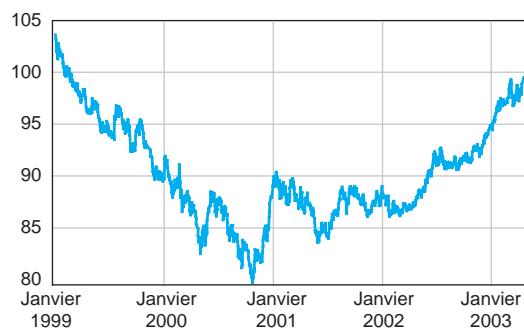
Taux de change du dollar des États-Unis contre euro et dollar canadien



L'euro a été le principal bénéficiaire de cet affaiblissement. Le taux de change effectif de l'euro a, ainsi, de nouveau nettement progressé (+ 1,47 %), pour retrouver ses niveaux de fin janvier 1999.

Taux de change effectif de l'euro

(base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Le yen est demeuré globalement stable face au dollar, évoluant la plupart du temps, entre 118 et 120 unités pour 1 dollar. Cette relative stabilité de la devise japonaise face au dollar s'explique par les craintes d'intervention des autorités japonaises sur les marchés de change visant à empêcher un raffermissement supplémentaire du yen. Le recul du dollar observé contre la plupart des devises a probablement ainsi été contenu contre yen en raison de ces anticipations. En revanche, le yen s'est nettement affaibli face à l'euro (-3,5 %) et a atteint son plus bas niveau depuis quatre ans, à plus de 133 unités pour 1 euro. Dans le contexte de faiblesse persistante de l'économie mondiale, les

inquiétudes liées aux conséquences de l'épidémie de SRAS dans la région ont assombri les perspectives déjà pessimistes du marché pour l'activité économique japonaise.

Au cours du mois d'avril, le franc suisse s'est replié de 2,7 % contre euro, et a atteint un plus bas niveau depuis septembre 2001, à 1,5140, en liaison avec la fin de la guerre en Irak. La devise suisse a ainsi perdu une partie des gains qu'elle avait enregistrés en liaison avec son statut traditionnel de valeur refuge.^{1,3}

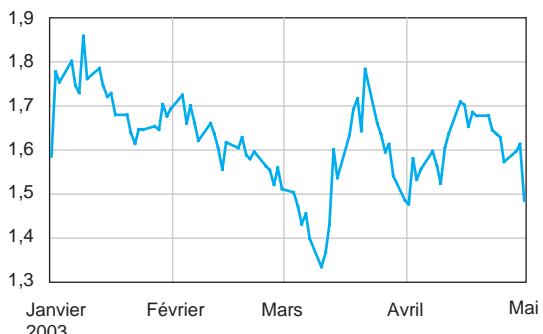
Relative stabilité des marchés monétaires et obligataires

Les marchés de taux internationaux n'ont pas significativement réagi à la fin du conflit en Irak, les statistiques d'activité publiées ayant témoigné des difficultés de la reprise internationale.

Le rendement américain à deux ans, relativement stable sur la période, s'est établi autour de 1,50 %. Si la fin de la guerre en Irak a pu déclencher une modeste progression des rendements obligataires, celle-ci a été contrecarrée par la morosité des indicateurs économiques publiés qui ont, pour l'essentiel, conforté l'hypothèse d'une reprise lente aux États-Unis. Dans ce contexte, les propos du président du Système fédéral de réserve (Alan Greenspan), en fin de mois, remarquant qu'une désinflation significative supplémentaire serait inopportune, ont accru les attentes d'une prolongation de la politique accommodante du Système fédéral de réserve.

Les rendements à long terme sont également demeurés relativement stables sur le mois (rendement à 10 ans américain en deçà de 4 %). Les facteurs contribuant à la hausse des rendements obligataires (rebond des bourses et détérioration des finances publiques) ont compensé ceux contribuant à une détente des taux longs (baisse du rythme de croissance des prix et atonie de la conjoncture internationale).

Taux de rendement du TNote 2 ans américain



Les marchés financiers japonais ont connu des évolutions contrastées au cours du mois d'avril

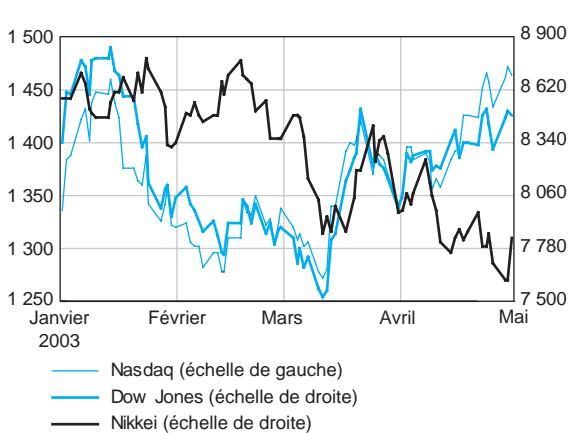
Au Japon, la publication d'indicateurs confirmant l'atonie de l'économie a suscité une nouvelle détente significative des rendements obligataires : le rendement à 10 ans se détendant de quelque 10 points de base, pour s'établir au-dessus de 0,60 % et le rendement du 20 ans passant en dessous de 1 %.

À l'exception du Nikkei, les principaux marchés boursiers se sont redressés

La fin du conflit en Irak, mais surtout la publication de résultats d'entreprises encourageants pour le premier trimestre ont largement favorisé le rebond des marchés actions au cours du mois d'avril.

La publication des résultats trimestriels s'est traduite par une progression substantielle (+ 14 %) des profits des entreprises du S&P 500 au premier trimestre, qui a ainsi connu son plus fort rebond depuis le troisième trimestre 2000.

Dow Jones, Nasdaq et Nikkei



En revanche, le Nikkei s'est replié de quelque 2 %, pâtissant en particulier, comme nombre de bourses asiatiques, des craintes relatives aux conséquences de l'épidémie de SRAS sur l'économie régionale.

Très bonne tenue des marchés émergents

En raison de leur moindre aversion au risque après la fin du conflit irakien, les investisseurs internationaux se sont portés acquéreurs de titres de la dette émergente au cours du mois d'avril. Le *spread* EMBI+ s'est réduit de 15 %, pour descendre à son plus bas niveau depuis juillet 1998, à 575 points de base. L'Argentine, l'Équateur, le Brésil et la Turquie enregistrent les meilleures performances sur le mois écoulé. La Turquie a pleinement bénéficié de la fin de la guerre et des perspectives de reconstruction en Irak. Au Brésil, les réformes du Gouvernement en matière de fiscalité et de sécurité sociale ont été bien accueillies.

Bien qu'évoluant de manière assez erratique, *les cours du pétrole* ont poursuivi leur repli, initié au début du mois de mars. Le WTI a reculé de près de 12 %, revenant en dessous de 26 dollars le baril. La chute du régime irakien et la préservation des infrastructures pétrolières du pays ont pu renforcer les pressions baissières existantes, dues à la progression de l'offre (la production au Venezuela et au Nigeria a repris, après des troubles sociaux) et au manque de discipline au sein de l'OPEP. En réponse à ces pressions, une réunion d'urgence, convoquée le 24 avril, a décidé une baisse de production de 2 millions de barils par jour, à partir du 1^{er} juin.

3.2. Les marchés de la zone euro

Le recul général de l'aversion au risque s'est traduit, dans la zone euro, par un rebond marqué des bourses, une légère tension des rendements obligataires et un fort resserrement des écarts de rendements entre les titres d'État et les obligations privées, dans un contexte de recul sensible des volatilités implicites.

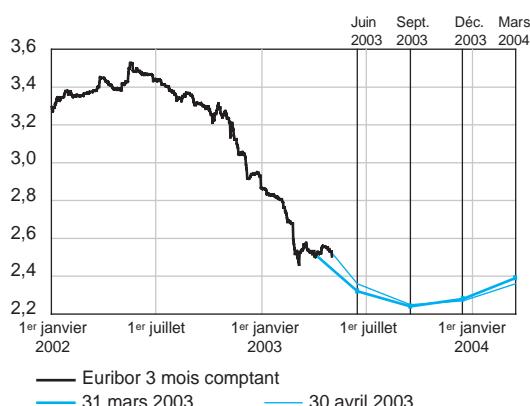
Légère remontée des taux d'intérêt du marché monétaire

Les taux d'intérêt du marché monétaire se sont légèrement tendus sur toutes les maturités, en liaison notamment avec des propos de responsables de l'Eurosystème, faisant reculer les anticipations d'assouplissement monétaire. De même, les taux implicites des contrats Euribor d'échéance allant de juin à décembre 2003 — représentatifs du taux à trois mois anticipé à ces horizons — se sont tendus de quatre à huit points de base (passant de 2,31 % à 2,39 % pour le contrat Euribor d'échéance juin 2003). Toutefois, la courbe des taux monétaires a conservé une pente inversée, les taux implicites des contrats Euribor s'établissant à un niveau inférieur au taux minimal d'appel d'offres de la BCE. Les volatilités implicites associées aux contrats Euribor se sont légèrement repliées (revenant de 23,2 % à 20,6 % pour le contrat de maturité juin 2003), tout en se maintenant sur des niveaux relativement élevés.

Taux implicites des contrats Euribor

Anticipations des contrats Euribor 3 mois sur les échéances

(en %)



Sur le compartiment des prêts interbancaires en blanc au jour le jour, le taux Eonia est resté stable sur la période, entre 2,54 % et 2,55 %, proche du taux minimal de soumission aux appels d'offres hebdomadaires de la BCE. Il a toutefois enregistré des tensions ponctuelles (touchant 2,65 % au plus haut) à deux reprises, à la fin de la période de réserve (suivant le week-end pascal) et à la fin du mois d'avril.

Légère tension des rendements obligataires de la zone euro

L'effacement de la prime de risque liée aux affrontements militaires en Irak a conduit à une légère tension des rendements obligataires, parallèlement au rebond boursier. Pour autant, ce mouvement a été limité par la publication d'indicateurs traduisant un ralentissement de l'activité dans la zone euro. Si le taux d'intérêt à deux ans sur la courbe française a rebondi par rapport à son plus bas niveau de 2,26 % atteint le 10 mars, il s'établissait à 2,44 % le 30 avril, en deçà du taux minimal d'appel d'offres de la BCE.

La pente de la courbe obligataire s'est stabilisée sur de hauts niveaux, l'écart entre les taux à deux ans et à dix ans s'établissant, fin avril, à 175 points de base, contre 172 en début de mois.

La réduction des incertitudes géopolitiques s'est traduite par un net recul de la volatilité implicite (de 6,3 % à 5,1 % sur les contrats à terme *Bund*), qui avait atteint des niveaux particulièrement élevés en mars.

Bons du Trésor français

Taux de rendement des BTAN à 2 ans



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

Sur le segment à long terme du marché du crédit, les écarts de rendement entre les obligations privées et les titres d'État émis en euros se sont sensiblement resserrés, poursuivant et accentuant un mouvement entamé au cours du mois précédent. Cette évolution reflète le recul général de l'aversion au risque sur les marchés et l'amélioration des performances boursières des entreprises concernées. Dans ce contexte, l'offre non-gouvernementale, dont le montant d'émission est remonté, en avril, à EUR 12 milliards, après avoir été particulièrement bas en mars (EUR 5,5 milliards), a rencontré une forte demande de la part des investisseurs internationaux à la recherche de rendement.

Si toutes les entreprises ont vu leurs primes de risque baisser, l'évolution a été particulièrement marquée sur les notations les moins favorables. Ainsi, le secteur des télécommunications a enregistré la plus forte réduction de l'écart de rendement, en liaison avec l'amélioration des notations rendues par les agences internationales.

Primes de signature dans la zone euro

Émetteur	(en points de base)		
	30 avril 2003	31 mars 2003	Plus haut 2002
Industrielles AA	40	47	61
Financières AA	43	47	60
Corporate BBB	188	188	267
Industrielles BBB	135	172	286
Télécom BBB	115	156	255

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Rebond des indices boursiers

Les indices boursiers européens ont sensiblement rebondi au mois d'avril. L'issue rapide du conflit irakien a constitué le premier vecteur d'appréciation des bourses, qui a, par la suite, été conforté par la publication de bons résultats d'entreprises au premier trimestre. La surperformance des indices européens, par rapport aux indices américains, s'explique principalement par un effet de ratrapage, ceux-ci ayant enregistré des pertes plus importantes depuis le début de l'année.

Indices boursiers

Au 30 avril 2003

	(indice en points, variation en %)		
	Niveau au 30 avril 2003	Variation/ 31 mars 2003	Variation/ 31 décembre 2002
Indices larges			
CAC 40	2 942	12,8	- 3,6
DAX	2 893	21,4	1,7
DJ EuroStoxx 50	2 324	14,1	- 2,6
FTSE	3 926	8,6	- 0,4
Dow Jones	8 481	6,1	1,7
Indices technologiques			
ITCAC	718	16,2	16,2
Nasdaq	1 464	9,2	9,6

Tous les sous-secteurs de l'EuroStoxx 50 se sont inscrits en hausse au cours du mois d'avril. Après un net recul au cours du mois précédent, le sous-secteur des assurances a enregistré la plus forte progression (+ 29,9 %), compte tenu de sa forte sensibilité aux variations boursières et des opérations de recapitalisation réalisées dans ce secteur. Les valeurs technologiques ont également connu une forte appréciation (+ 19,3 %) dans le sillage du Nasdaq et consécutivement à des annonces positives d'entreprises européennes pour le premier trimestre. Enfin, l'appréciation des valeurs chimiques a également été particulièrement marquée.

La surperformance relative du Xetra Dax, par rapport aux autres indices européens, s'explique principalement par la pondération importante des secteurs des assurances, de la chimie et des télécommunications (Deutsche Telekom représentant 10 % de l'indice), alors que les valeurs pétrolières n'y sont pas représentées.

Dans ce contexte, la volatilité implicite des options sur indices boursiers européens a fortement reculé. La volatilité implicite relative aux contrats sur le CAC 40 est ainsi revenue, entre le 31 mars et le 30 avril, de 46,1 % à 27,5 %, retrouvant son plus bas niveau depuis cinq mois.

Indices boursiers européens



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 %)

	Avril 2003		Moyenne année 2003	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	429,04	62,88	438,75	61,41
Pensions à taux fixe	111,53	16,34	124,24	17,34
Pensions à taux variable	317,51	46,53	314,50	44,06
BTAN	172,99	25,35	183,05	25,61
Pensions à taux fixe	55,72	8,17	56,35	7,89
Pensions à taux variable	117,27	17,19	126,69	17,72
BTF	80,32	11,77	93,06	12,98
Pensions à taux fixe	21,63	3,17	20,96	2,92
Pensions à taux variable	58,69	8,60	72,10	10,06
TOTAL	682,35	100,00	714,85	100,00
Pensions à taux fixe	188,88	27,68	201,54	28,16
Pensions à taux variable	493,47	72,32	513,29	71,84

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	31 mars	30 avril	Variation
	2003	2003	
1 mois	2,47	2,47	—
3 mois	2,40	2,39	- 1
6 mois	2,34	2,32	- 2
12 mois	2,26	2,27	+ 1
2 ans	2,44	2,50	+ 6
5 ans	3,25	3,27	+ 2

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

Titres de créances négociables	Émissions en avril 2003		Encours à fin avril 2003
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	316,4	10,5	330,8
Certificats de dépôt négociables	259,2	13,6	205,7
BMTN	1,0	- 0,3	51,8
Billets de trésorerie	56,2	- 2,8	73,3

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

	29 mars au 4 avril	5 au 11 avril	12 au 18 avril	19 au 25 avril
Billets à 1 jour	2,74	2,61	2,62	2,68
Billets à 10 jours	(-)	2,65	(-)	3,06
Billets à 30 jours	2,65	2,65	2,65	2,65
Billets à 90 jours	2,59	2,63	2,64	2,66
Billets à 180 jours	2,47	2,50	2,54	2,61

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	29 mars au 4 avril	5 au 11 avril	12 au 18 avril	19 au 25 avril
Certificats à 1 jour	2,61	2,59	2,59	2,63
Certificats à 10 jours	2,51	2,49	2,49	2,54
Certificats à 30 jours	2,57	2,55	2,56	2,58
Certificats à 90 jours	2,54	2,56	2,59	2,61
Certificats à 180 jours	2,45	2,48	2,54	2,56

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	Février	3	9	9
	Mars	0	6	9
	Avril	2	5	10
3 mois	Février	9	11	15
	Mars	4	9	12
	Avril	6	15	19

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

À l'exception des émissions à 3 mois réalisées par les émetteurs notés A-2/P-2/F2 et non notés pour lesquelles les spreads enregistrent, respectivement, une hausse de 6 et 7 points de base, le mois d'avril se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux swaps de référence.

La politique monétaire dans un environnement incertain

Intervention de M. Issing devant le Forum de politique économique, le 9 décembre 2002, à Paris, sous l'égide de la Fondation Banque de France, du centre d'Études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et de l'université d'Aix-Marseille (institut d'Économie publique – IDEP), avec la collaboration de Philippe Moutot (Banque centrale européenne, Directorate General Economics).

Il n'est pas nécessaire de rappeler à des économistes que les banquiers centraux ont à prendre leurs décisions dans un monde fait d'incertitudes. Toutefois, si les chercheurs ont accompli des progrès remarquables dans l'analyse des risques affectant des modèles économiques spécifiques et leurs variables, appréhender l'incertitude au sens de Knight, à laquelle sont aussi confrontés les banquiers centraux et, parfois, les marchés, est un défi d'une nature bien différente. Je distinguerai donc trois grandes catégories d'incertitude :

- l'incertitude quant à l'état de l'économie ;*
- l'incertitude liée à la structure de l'économie ;*
- l'incertitude stratégique (interaction entre les agents économiques privés et les autorités monétaires).*

Comment la politique monétaire doit-elle répondre à ces différentes formes d'incertitude ?

Les incidences de l'incertitude sur la mise en œuvre optimale de la politique monétaire ont été identifiées dans la littérature économique depuis un demi-siècle au moins. Le débat autour de ces implications s'est nourri des discussions sur la pertinence d'un réglage fin de la conjoncture et du « principe de modération » de Brainard. Puis il est passé récemment de considérations sur le degré optimal d'activisme, qui se rapportent principalement aux deux premières formes d'incertitude, à la question de la solidité des règles de politique monétaire, qui a trait également à l'incertitude stratégique.

Dans ce contexte, le manque de robustesse des règles monétaires simples, ou même des règles recourant à une pluralité d'indicateurs, n'apparaît que partiellement résolu par les procédures de cible d'inflation. C'est pour s'assurer de la plus grande robustesse possible que la Banque centrale européenne (BCE) a élaboré une stratégie à deux piliers.

Mais ces réponses sur la manière la plus efficace de faire face aux incertitudes liées à l'état de l'économie, aux structures et aux modèles de cette économie ainsi qu'à certains aspects de l'incertitude stratégique sont-elles suffisantes ?

Bien entendu, mettre en œuvre une stratégie de politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et, donc, éviter l'inflation comme la déflation est une condition sine qua non. De plus, la politique monétaire a besoin d'un cadre cohérent et logique.

Toutefois, pour parer au mieux à l'incertitude, la banque centrale se doit aussi de relever deux défis supplémentaires : le défi de la communication avec les marchés et le défi de la crédibilité. Car la transparence et la crédibilité de la politique monétaire sont essentielles pour guider les marchés et assurer l'efficacité de leur fonctionnement.

Otmar ISSING

Membre du directoire de la Banque centrale européenne

C'est un honneur pour moi d'être appelé à intervenir devant vous à l'occasion de ce deuxième Forum de politique économique. Je remercie la Fondation Banque de France, le CEPII et l'université d'Aix-Marseille.

Je n'ai pas été surpris — j'y ai plutôt vu un signe d'encouragement — que Mervyn King ait consacré son discours, en 2001, au rôle particulier de la monnaie dans l'activité des banques centrales nationales. Pour le vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, père de la stratégie de cette institution fondée sur un objectif d'inflation, souligner l'importance de la monnaie dépasse de beaucoup le simple exercice intellectuel.

J'ai choisi de donner à cette intervention un titre qui peut paraître anodin, mais ne vous y trompez pas. Ce thème va me conduire à évoquer ce que je considère comme l'un des défis majeurs qui a été posé aux banquiers centraux dans le passé, leur est posé aujourd'hui et leur sera posé demain, un défi dont les milieux universitaires n'ont pas encore tracé tous les contours. Dans mes fonctions de banquier central directement impliqué dans la prise de décisions de politique monétaire, j'ai dû tenir compte de l'incertitude et de ses conséquences pendant une grande partie de ma carrière. Les défis à relever ont concerné la réunification allemande, les turbulences liées aux crises du mécanisme de change européen, l'introduction de l'euro et la naissance de la politique monétaire unique, ou plus récemment, la bulle spéculative sur les marchés d'actions et les attentats, qui ont suivi la série de crises ayant frappé plusieurs pays émergents ces dernières années. Les banquiers centraux sont donc souvent confrontés à des situations inattendues et difficiles à modéliser sur lesquelles pourtant, à travers leurs décisions, ils vont inévitablement influer.

Et puis, connaissant mon parcours, si j'avais choisi un thème comme, par exemple, « Pas de monnaie, pas d'inflation — L'importance de la monnaie dans l'économie », vous auriez peut-être laissé échapper un soupir : « Encore ! Il ne peut vraiment pas parler d'autre chose... ». Bien sûr, la question des incertitudes me permettra néanmoins de revenir au rôle de la monnaie. Pas avant, toutefois, d'avoir passé en revue les différentes formes d'incertitude, les réponses que la politique monétaire peut y apporter et, finalement, les défis qui en découlent en termes de communication et de crédibilité.

1. Les formes d'incertitude

Il n'est pas nécessaire de rappeler à des économistes que les banquiers centraux ont à prendre des décisions dans un monde fait d'incertitudes. Toutefois, si les chercheurs ont accompli des progrès remarquables dans l'analyse des risques pour des modèles économiques spécifiques, l'incertitude au sens de Knight à laquelle sont confrontés les banquiers centraux, et parfois les marchés, est d'une nature bien différente. Je distinguerai trois grandes catégories, trois niveaux, d'incertitude, des plus générales aux plus complexes, et donc celles qu'a décrites Knight.

1.1. L'incertitude quant à l'état de l'économie

S'il est un défi que toute banque centrale doit relever dans la préparation des décisions de politique monétaire, c'est celui qui consiste à évaluer avec précision les conditions économiques du moment, à dresser « l'état de l'économie ». Les incertitudes entourant cette analyse sont de trois ordres.

- Les informations sur lesquelles elle repose sont souvent imparfaites. La disponibilité (rapidité) et la qualité des données (fiabilité) varient. Ainsi, les prix de certains actifs financiers sont disponibles en continu et ne font, généralement, pas l'objet de révision. En revanche, la plupart des données économiques, et certaines données financières, ne sont disponibles qu'avec un certain décalage et peuvent être révisées après avoir été publiées. Il existe donc un compromis entre disponibilité et fiabilité des données économiques.
- Il convient de distinguer, ensuite, les données relatives aux indicateurs économiques, financiers et monétaires, et les variables inobservables, à la base d'indicateurs « synthétiques », tels l'écart de production, les taux d'intérêt réels d'équilibre, les taux de change d'équilibre et diverses mesures de situations de liquidité excessive qui ont été élaborées afin de structurer et de regrouper un grand nombre de données observables. Dans la mesure où ces indicateurs résultent d'estimations, l'incertitude les caractérisant devrait être sensiblement plus importante que pour les informations observables. Orphanides et Van Norden (2001) — et plusieurs auteurs dans leur sillage — ont mené des études comparatives de méthodes d'estimation de l'écart de production en temps réel. Il en ressort que, pour les États-Unis tout au moins, la prise en compte de l'erreur de mesure relativement importante liée aux estimations en temps réel peut entraîner une détérioration significative des résultats que l'on peut attendre d'une politique.
- Enfin, les banques centrales doivent identifier la nature et la persistance des chocs qui guident les évolutions économiques observées pour interpréter l'état de l'économie et ses implications pour la stabilité future des prix. Ces chocs affectent-ils la demande ou l'offre au sein de l'économie ? Sont-ils d'origine intérieure ou étrangère ? Seront-ils temporaires ou durables ? Les réponses apportées à ces questions influencent l'évaluation de l'état de l'économie et les mesures de politique monétaire qu'il convient d'adopter. Pendant plusieurs décennies, la théorie économétrique s'est attachée à imposer des contraintes aux modèles économétriques pour identifier la nature des chocs affectant l'économie sans qu'aucun consensus sur la nature des contraintes à imposer n'ait pu être dégagé. Ainsi, les analyses varient souvent en fonction des schémas d'identification adoptés¹.

1.2. L'incertitude liée à la structure de l'économie

L'incertitude relative à l'état de l'économie est liée au fait que les banques centrales ont également une connaissance limitée de la structure et du fonctionnement de l'économie. Elle a deux origines.

¹ Christiano et alii (1999), Gali (1999)

En premier lieu, il est très difficile d'identifier, parmi les multiples modèles théoriques, celui qui décrit le mieux les relations structurelles au sein de l'économie. Alors que différents modèles ont contribué à approfondir la compréhension du fonctionnement de l'économie, aucun n'a fourni, à ce jour, une description entièrement satisfaisante, unifiée et non controversée du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Dans la mesure où chaque modèle constitue, en soi, une simplification qui ne rend pas compte de tous les aspects pertinents de la réalité, les banques centrales sont constamment appelées à décider quel modèle privilégier, en fonction de circonstances économiques données. Elles ne peuvent donc s'appuyer sur un seul modèle de l'économie et doivent avoir à leur disposition d'autres instruments de modélisation.

Un large consensus existe, par exemple, pour dire que l'inflation est un phénomène monétaire sur le long terme. Mais, dans le même temps, de multiples approches s'affrontent pour modéliser le processus d'inflation à des horizons de court et de moyen termes. L'une d'elles, fondée sur la théorie quantitative de la monnaie, assigne un rôle important aux évolutions monétaires comme déterminant de l'inflation future. Dans certains de ces modèles, comme ceux reposant sur la courbe de Phillips, l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés des biens et du travail est le principal facteur à l'origine des variations de prix et de salaires, en combinaison avec d'éventuelles tensions.

En second lieu, même si un modèle de l'économie faisait l'unanimité, une incertitude considérable demeurerait en ce qui concerne la stabilité des relations structurelles au sein de ce modèle. Cette forme d'incertitude tient aux paramètres des liaisons structurelles. Inévitablement, leur estimation est affectée par l'imperfection des données et par les techniques économétriques spécifiques qui sont utilisées pour les réaliser. De plus, ils peuvent varier avec le temps, à la suite de modifications structurelles au sein de l'économie.

Toutes les banques centrales sont confrontées à cette incertitude relative aux paramètres, mais celle-ci joue un rôle plus important dans le cas des modèles empiriques de la zone euro, dans la mesure où les estimations doivent être effectuées à partir de données historiques compilées pendant la période antérieure à la création de l'Union économique et monétaire (UEM), lorsque les pays participants avaient des régimes de politique monétaire et des dispositifs institutionnels propres. De plus, les données sur les pays participants peuvent, dans certains cas, ne pas être suffisamment harmonisées pour permettre une agrégation adéquate. Enfin, les liaisons structurelles, qui peuvent différer d'un pays à l'autre, peuvent conduire à des relations complexes, éventuellement non linéaires, à l'échelle de la zone euro.

1.3. L'incertitude stratégique : interaction entre les agents économiques privés et les autorités monétaires

Le troisième type d'incertitude que les banques centrales doivent prendre en compte est l'incertitude stratégique. Elle a trait à l'interaction entre les agents privés et les responsables de la politique monétaire et touche, en particulier, au rôle des anticipations, qui peuvent influencer très fortement les canaux de transmission de la politique monétaire ainsi que l'évaluation des conditions économiques à un moment donné.

La banque centrale, qui anticipe généralement les réactions globales des agents économiques sur la base des modèles disponibles, est confrontée à une part d'incertitude en ce qui concerne les réactions des agents économiques et des marchés financiers, face à ses propres décisions et déclarations. Inversement, les agents économiques peuvent s'interroger sur les motivations exactes et les actions des banques centrales et des autres agents économiques. Il en va toujours ainsi, même lorsque l'évolution des marchés est très proche de ce que l'on peut prévoir sur la base des fondamentaux.

Toutefois, le degré d'incertitude stratégique peut, dans certains cas, devenir particulièrement élevé. Tel est le cas lorsque plusieurs des incertitudes mentionnées précédemment s'accroissent, se conjuguent et sont amplifiées par des doutes plus grands et davantage répandus parmi les opérateurs de marché quant à la stabilité des liens économiques, débouchant sur ce que certains appellent une « incertitude fondamentale ». Des évolutions de ce type sont relativement peu courantes dans les pays développés, car les banques centrales de ces pays les préviennent généralement par le succès même des mesures qu'elles mettent en œuvre. Mais leur émergence potentielle doit être prise en compte afin de les éviter.

De profonds changements institutionnels, par exemple, peuvent avoir une telle incidence et être suffisamment importants pour entraîner une certaine discontinuité dans le contenu informatif des données. C'est au cours des périodes de mutation institutionnelle que le problème de l'obtention d'informations se pose avec le plus d'acuité pour les banques centrales. Les changements de structure peuvent être associés avec un large éventail d'anticipations, qui peuvent, à leur tour, évoluer de façon erratique et ne pas être concentrées sur un point central.

La BCE a su éviter de tels phénomènes, alors même qu'elle a présidé à un changement de très grande ampleur en janvier 1999. Cette transition a bien entendu concerné le marché monétaire, mais également les systèmes de paiement et les marchés de capitaux. Plus fondamentalement, la création de la zone euro elle-même a entraîné un changement de régime majeur. D'une certaine manière, nous étions en pleine observation d'un objet mouvant, qui changeait par le fait même qu'il était observé, comme dans le fameux paradoxe de Heisenberg. Pourtant, la transition s'est déroulée sans heurts et le changement radical des relations structurelles, que de nombreux observateurs avaient prévu, ne s'est finalement pas concrétisé. Grâce à une préparation minutieuse et progressive de cette transition, au contexte macroéconomique et financier favorable et à la crédibilité héritée des banques centrales nationales, les marchés ont immédiatement intégré les nouvelles règles du jeu dans leurs anticipations. Ils se sont adaptés rapidement au nouvel environnement de politique monétaire.

Cependant, même en l'absence de profonds changements institutionnels, il n'est pas impossible que les agents économiques aient, par périodes, des difficultés à former et focaliser leurs anticipations à des niveaux raisonnables et ne perçoivent plus clairement les règles du jeu. Ces phénomènes se traduisent généralement, et sont parfois amplifiés dans le prix des actifs et atteignent leur paroxysme dans ce que l'on appelle les « bulles » spéculatives.

L'exemple du débat sur la possible émergence d'une « nouvelle économie » ces dernières années est significatif. La « nouvelle économie » est de nature à modifier la capacité productive de l'économie, soit de façon permanente, soit pour une très longue période, mais son incidence est quasiment impossible à mesurer sur la base de données historiques. En effet, on ne peut jamais affirmer ou exclure totalement que les évolutions sur les marchés des actifs sont liées à la formation de bulles spéculatives et peuvent, de ce fait, créer une dynamique qui, en affectant en dernier ressort la bonne santé financière de l'économie, pourrait amplifier plus fondamentalement l'incertitude régnant dans l'économie. L'incertitude s'amplifie avec les bulles spéculatives, dans la mesure où leur identification est pratiquement impossible en temps réel. Mais les banquiers centraux sont également confrontés à l'incertitude lorsque la bulle explose, risquant d'affecter le fonctionnement des relations économiques normales.

Plus généralement, le risque de phénomènes d'amplification de cette nature est particulièrement notable lorsqu'un niveau très élevé d'incertitude sur les évolutions économiques fait en sorte que les marchés s'éloignent, ou retrouvent, dans un mouvement désordonné, des niveaux généralement considérés comme étant en ligne avec les fondamentaux de l'économie. Tel est souvent le cas lorsque les marchés sont soudainement informés de l'échec de certaines mesures qu'ils ignoraient jusque-là. Dans ces situations, les mécanismes qui tendent habituellement à restaurer les équilibres, comme une activité intense sur les marchés de la part des grands opérateurs ou établissements financiers, peuvent perdre leur efficacité, dans la mesure où les teneurs de marché sont de plus en plus réticents à détenir des positions nettes importantes, entraînant ainsi un comportement « suiviste »². Les préférences habituelles des agents économiques deviennent alors moins stables et moins claires, ces derniers perdant leurs repères, influencés par la dynamique de leurs opinions respectives plutôt que par les concepts d'équilibre traditionnels. Ils peuvent également être influencés par des restrictions de crédit et par des interactions au niveau local ou social (voir, notamment, la série de documents publiés par J. Scheinkman, qui participe à la discussion, et certains coauteurs).

De tels développements, qui peuvent expliquer pourquoi la volatilité des marchés d'actifs est souvent supérieure à la volatilité des fondamentaux, peuvent, dans la plupart des cas, être limités à des marchés spécifiques. Les taux de change sont souvent sujets à des mouvements de ce type, mais reviennent généralement à leurs niveaux fondamentaux, comme cela a été le cas pour l'euro au cours des dernières années. D'autres marchés d'actifs peuvent, eux aussi, subir des fluctuations erratiques à court terme, voir leur liquidité diminuer fortement et les baisses des prix s'entretenir par elles-mêmes.

2. Les réponses de la politique monétaire à l'incertitude

Comment la politique monétaire doit-elle répondre aux différentes formes d'incertitude évoquées ? Les incidences de l'incertitude sur la mise en œuvre optimale de la politique monétaire ont été identifiées dans la littérature économique depuis un demi-siècle au moins. Le débat autour de ces implications s'est toutefois

² Aglietta et Orléan (2002)

nourri progressivement. Il est passé récemment de discussions sur le degré optimal d'activisme, qui se rapportent principalement aux deux premières formes d'incertitude, à la question de la solidité des règles de politique monétaire, qui a trait également à l'incertitude stratégique.

2.1. Le débat sur le degré d'activisme

Dès la fin des années quarante et dans les années cinquante, l'absence d'informations fiables sur les délais, longs et variables, de la transmission de la politique monétaire a été reconnue. Ce constat a amené un certain nombre d'universitaires, au premier rang desquels Milton Friedman³, à s'élever avec vigueur contre la mise en œuvre de politiques de réglage conjoncturel fin.

Les travaux universitaires menés dans les années soixante ont approfondi cette analyse. L'une des conclusions importantes de ces recherches est que les recommandations relatives à la mise en place d'un instrument spécifique de politique monétaire ne doivent pas être faites en fonction de chocs imprévus lorsque l'incertitude n'affecte l'économie que de façon très limitée. Toutefois, il en va tout autrement si l'incertitude s'insère dans la structure économique de manière plus complexe et plus profonde. Ainsi, l'incertitude sur les paramètres clés décrivant les mécanismes de transmission de la politique monétaire plaide en faveur d'une approche « graduelle » de la politique monétaire, au sens d'une réaction moins vigoureuse aux nouvelles informations que ne le serait une réponse optimale en l'absence de cette incertitude. Ce résultat, qualifié de « principe de modération de Brainard », a été utilisé pour expliquer la politique de « petits pas » observée habituellement chez les banquiers centraux en matière de taux d'intérêt, ce qui revient à agir par petites touches ou à consacrer plus de temps à l'évaluation précédant les décisions de politique monétaire.

Des études récentes ont également montré l'opportunité d'une réaction moins immédiate des banques centrales lorsque les données disponibles sont susceptibles de contenir une erreur de mesure. Dans ce cas, une forte réaction de la politique monétaire à des données erronées entraîne des fluctuations économiques inutiles. En outre, il convient que les banques centrales utilisent l'ensemble des informations disponibles pour recouper les données imparfaites et évaluer dans quelle proportion elles peuvent faire l'objet d'une erreur de mesure. La pondération attribuée à chacune des variables indicatives dépendra de la précision avec laquelle celles-ci sont elles-mêmes mesurées. Ceci s'applique particulièrement pour des variables telles que la production potentielle et l'écart de production.

S'agissant de l'incertitude sur les paramètres et les modèles, des travaux plus récents ont également mis en évidence les circonstances dans lesquelles l'incertitude relative aux paramètres devrait amener les autorités à ajuster l'instrument monétaire davantage que ne le voudrait une réponse optimale en l'absence de cette incertitude. Ainsi, des incertitudes sur la persistance du processus d'inflation peuvent inciter les responsables de la politique monétaire à procéder à des ajustements de plus grande ampleur des taux d'intérêt, afin de réduire les incertitudes relatives à

³ Friedman (1956)

l'évolution future de l'inflation⁴. De même, quand ces incertitudes sont liées à un déficit de crédibilité, les autorités monétaires peuvent être bien avisées d'agir avec plus de détermination.

Ce domaine de recherche ne fait toutefois l'objet d'aucun consensus. On étudie habituellement l'élaboration de la politique économique, en présence d'incertitude sur les paramètres, en s'appuyant sur la connaissance de la loi de probabilité qui régit ces paramètres. Cela étant, l'incertitude relative aux paramètres des modèles ou, plus généralement, aux structures des modèles peut être si complexe que cette approche soit très difficile à mettre en œuvre. Un certain nombre d'études ont, par conséquent, entrepris d'exprimer l'incertitude sur les modèles à travers divers autres modèles, qui peuvent être considérés par les responsables économiques comme autant de descriptions alternatives, voire concurrentes, de l'économie. Dans ce contexte, le problème posé est la recherche de la « robustesse » des politiques monétaires, quels que soient les modèles sous-jacents, c'est-à-dire d'être en mesure d'obtenir de bons résultats dans le cadre de représentations alternatives de l'économie. Cette approche présente des attraits intuitifs considérables, car les banques centrales utilisent normalement une série de modèles quantitatifs alternatifs de l'économie, au lieu de s'appuyer sur un modèle global unique.

2.2. La question des règles de politique monétaire

L'analyse de l'incertitude stratégique est liée directement au débat sur le rôle des règles. Après s'être tout d'abord penchée sur le processus par lequel les « surprises » monétaires visant à accroître la production à court terme pouvaient, avec le temps, être intégrées dans les anticipations, elle s'est plus récemment intéressée à la thèse selon laquelle une politique monétaire prévisible et systématique était de nature à progressivement stabiliser les anticipations.

Traditionnellement, les banques centrales et les milieux universitaires se sont efforcés de dégager des règles simples de politique monétaire afin de réduire le champ des mesures discrétionnaires et de renforcer la crédibilité. Les règles inconditionnelles simples, comme l'éton-or ou la règle de la croissance constante de la masse monétaire défendue par Milton Friedman, étaient considérées comme des garde-fous contre des politiques exagérément ambitieuses. Cependant, dans de nombreux cas, les forces autorégulatrices au sein de l'économie qui sous-tendent la logique de telles règles peuvent ne pas agir à un niveau suffisant ou avec la rapidité souhaitable et conduire à une volatilité excessive des prix et de la production. En conséquence, de telles règles n'ont jamais été appliquées dans leur forme stricte.

Des règles d'action conjoncturelle un peu plus élaborées, reliant un instrument de politique monétaire à un ensemble limité d'indicateurs, ont, dès lors, été proposées. Les règles de type Taylor⁵ en sont le principal exemple. Elles se sont largement répandues, ces dernières années, dans la littérature économique et parmi les observateurs professionnels des banques centrales. Tenir compte de l'écart entre

⁴ Woodford (2002)

⁵ Taylor (1993)

les principaux indicateurs macroéconomiques et les valeurs estimées compatibles avec les objectifs de la politique monétaire relève, en effet, de la bonne gestion pour des banques centrales engagées vers la stabilité, en les rendant vigilantes et prêtes à agir. Cela explique, sans doute, l'efficacité apparente de certaines de ces règles simples à décrire, schématiquement, certaines décisions antérieures des banques centrales⁶.

Un risque d'erreur existerait toutefois si l'on interprétait ces résultats empiriques comme des indications normatives quant aux motifs réels qui sous-tendent les décisions des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire. Il convient de signaler qu'un certain nombre de stratégies monétaires, y compris celle consistant à suivre un objectif de croissance monétaire au sens large, si elles parviennent à préserver le pouvoir d'achat de la monnaie, peuvent, sur une longue période, ne pas se distinguer, en pratique, d'une politique calquée sur la règle de Taylor. De plus, ces résultats semblent, de manière générale, varier suivant que l'on utilise des séries statistiques en temps réel ou progressivement révisées pour mesurer les écarts de production⁷.

En outre, les origines diverses des chocs économiques appellent des réponses très différentes. Ainsi, dans le cas d'un choc de demande, la modification du taux d'intérêt réel suggérée par la règle de Taylor a plutôt un effet d'équilibrage, à la fois sur les prix et sur la production. En revanche, un choc d'offre doit être évalué d'abord sur la base d'informations provenant des marchés du travail et des biens, qui ne peuvent pas être correctement traitées à l'aide des formules de Taylor. En résumé, pour contrebalancer les effets de facteurs différents, correspondant à une évolution ou à une prévision d'inflation donnée, il faut recourir à des actions d'intensité et de durée variables, car ces facteurs peuvent déclencher des dynamiques assez différentes et être associés à des tendances opposées dans l'évolution des variables réelles. D'autres variables, comme les agrégats monétaires et de crédit, les fluctuations de taux de change, l'estimation des stocks, les indicateurs budgétaires, les variations des cours des matières premières et les accords salariaux, sont des indications très précieuses des évolutions macroéconomiques et contribuent donc à l'interprétation de la situation économique actuelle. Une part importante du travail quotidien des banques centrales est consacrée au traitement de ces informations.

Enfin, on peut également s'interroger sur les propriétés stabilisatrices des règles de Taylor. Cette critique porte sur deux plans. En premier lieu, elles sont généralement basées sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt d'équilibre constant, qui est en fait très difficile à estimer. Deuxièmement, elles sont souvent fondées sur des prévisions. Or, les règles de Taylor de ce type peuvent accentuer la propension des systèmes économiques à être excessivement sensibles à des révisions arbitraires des anticipations.

En partie pour les raisons évoquées ci-dessus, les banques centrales ne peuvent appliquer de façon mécanique les règles de type Taylor formulées par la théorie économique. La base d'information sur laquelle ces règles sont appelées à

⁶ Clarida, Galfi et Gertler (1998)

⁷ Orphanides (2000)

fonctionner est simplement trop restreinte pour être d'une aide pratique importante dans la conduite de la politique monétaire.

Au cours des dernières décennies, une autre approche très répandue de modélisation de la politique économique a consisté à établir la règle optimale de politique monétaire, en partant d'une définition de la fonction objectif de la banque centrale et d'un modèle décrivant le fonctionnement de l'économie. Cette approche s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle il existe un modèle économique dans lequel des variables pertinentes pour la politique monétaire, comme l'inflation et la production, réagissent aux mesures de politique monétaire selon un schéma connu. Les banques centrales devraient, par conséquent, appliquer le meilleur profil d'évolution de l'instrument de politique monétaire dérivé de ce modèle, à savoir le profil d'évolution dans le temps du taux d'intérêt à court terme qui minimise une « fonction de perte » représentant les objectifs assignés à la banque centrale. Ce profil produirait un résultat macroéconomique qui, par construction, serait préférable à tout autre scénario. Dans sa version la plus récente, l'élément qui sert de règle dans cette approche est représenté par l'engagement de la banque centrale à l'égard d'un objectif d'inflation et d'une procédure d'optimisation à appliquer dans le cadre de la poursuite effective de l'objectif⁸.

Les prescriptions, destinées aux banques centrales « vertueuses », qui sont formulées dans les règles d'optimisation, répondent à certaines critiques émises à l'égard des règles simples évoquées précédemment. Les règles d'optimisation de ce type peuvent exprimer une orientation résolument prospective de la politique monétaire, tout en évitant certains inconvénients liés à une politique réagissant mécaniquement à une prévision d'inflation spécifique, comme dans le cas d'une règle de Taylor fondée sur des prévisions. En principe, une telle procédure pourrait s'appuyer sur une modélisation économique perfectionnée pour traiter l'information et fournir les éléments nécessaires aux décisions de politique monétaire. De plus, en théorie du moins, elle pourrait garantir que l'ensemble des informations sur lesquelles les décisions sont fondées est nettement plus large que dans le cas de règles simples.

Toutefois, interprétées littéralement et appliquées mécaniquement, les règles d'optimisation du type décrit ci-dessus demeurent, à certains égards, trop restrictives pour la poursuite d'objectifs de politique monétaire. Premièrement, la procédure d'optimisation proposée semble sous-estimer le discernement nécessaire dans l'utilisation et l'interprétation de tout modèle économique. Deuxièmement, les règles d'optimisation, aux termes desquelles les banques centrales doivent poursuivre des objectifs fixés à des horizons prédéterminés, restreignent excessivement le cadre temporel de la politique monétaire. Étant donné que le délai de transmission est variable, il est difficile de déterminer le cadre temporel pertinent pour les projections. Ne s'intéresser qu'à un horizon de prévision spécifique peut, dès lors, susciter des réactions de court terme, incohérentes dans le temps, dont les effets devront éventuellement être neutralisés ultérieurement, entraînant des coûts en termes d'instabilité. Cela est particulièrement vrai lorsqu'une économie est confrontée à une série de chocs inattendus et durables.

⁸ Svensson (1999)

Plus généralement, toutes les règles ou procédures d'optimisation risquent de rester trop restrictives si l'élaboration de la politique monétaire dépend de la structure d'un modèle unique. Une série de décisions, considérée comme la plus adaptée sur la base d'un modèle donné de l'économie, peut souvent produire de mauvais résultats dans le cadre d'une simulation réalisée à partir d'un modèle qui se fonde sur des hypothèses différentes de fonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Les banques centrales doivent donc avoir recours à plusieurs modèles, à des fins différentes ; en outre, divers modes, plus ou moins formels, d'interprétation des données et des évolutions économiques doivent coexister. En conséquence, si plusieurs modèles et d'autres indicateurs sont utilisés, s'ils se combinent et se complètent bien, la mise en œuvre de la règle d'optimisation proposée, comme procédure strictement codifiée, paraît moins évidente. En outre, tout profil de projection qui en résulte, considéré individuellement, ne contiendra que des informations très limitées. Dans ces conditions, il est plus important de comprendre les facteurs qui sous-tendent une telle projection et de faire connaître les motivations qui justifient une vision du monde plutôt qu'une autre.

Pour toutes ces raisons, les règles d'optimisation, telles qu'elles sont énoncées dans la littérature économique, bien qu'applicables en principe, restent insuffisantes pour un usage pratique, au sens strict, de règles de politique monétaire. Dans ce contexte, la stratégie de politique monétaire de la BCE offre un exemple d'engagement vis-à-vis d'un cadre de procédures, qui peut surmonter certaines restrictions et certains risques associés à une dépendance excessive par rapport à des règles de politique monétaire plus étroitement définies. Néanmoins, ce cadre peut être interprété comme étant fondé sur des règles. Premièrement, la stratégie comprend un engagement clair vis-à-vis de la variable cible, c'est-à-dire l'objectif primordial de la stabilité des prix à moyen terme. Deuxièmement, la stratégie définit un « cadre d'analyse » sous la forme d'une règle de procédure. Cela suppose, au préalable, de mener l'analyse et d'expliquer la politique conduite de manière systématique et structurée. Troisièmement, la stratégie de la BCE prévoit, dans une certaine mesure, l'utilisation de références et de « jalons » pour une analyse approfondie, notamment en ce qui concerne le rôle de la valeur de référence retenue pour la croissance monétaire dans l'analyse plus large effectuée dans le cadre du premier pilier.

En outre, la structure à deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE tient compte, explicitement, du besoin de robustesse du processus de décision en matière monétaire⁹. Reconnaissant différents modèles existants de l'économie et du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la BCE a choisi de structurer son analyse autour de deux piliers. Le premier pilier englobe un groupe de modèles et de cadres analytiques qui assignent un rôle de premier plan à la monnaie dans la détermination du niveau des prix. Le second pilier recouvre une gamme d'autres modèles du processus de fixation des prix, essentiellement ceux qui soulignent l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens et du travail.

Cette structure à deux piliers réduit la part d'arbitraire, dans la mesure où il est plus difficile aux responsables de la politique monétaire de passer outre ou de

⁹ BCE (2000)

dissimuler des données contradictoires (comme cela peut être le cas avec un seul outil sommaire, comme une prévision d'inflation unique). Les deux piliers de la stratégie représentent un engagement de toujours examiner et fonder les décisions de politique monétaire sur une analyse minutieuse d'un large éventail de variables dans le cadre de ces deux piliers. En outre, si plusieurs modèles plausibles (ou, plus généralement, plusieurs approches de modélisation) de l'économie existent, mieux vaut, sans doute, en tenir compte que de sélectionner une politique d'« optimisation », suggérée par une seule modélisation.

3. Incertitude, politique monétaire et marchés des capitaux

À ce stade du raisonnement, on pourrait penser que des réponses détaillées ont été apportées sur la manière la plus efficace de faire face aux incertitudes liées à l'état de l'économie, aux structures et aux modèles de cette économie ainsi qu'à certains aspects de l'incertitude stratégique. Mais ces réponses sont-elles suffisantes ?

Bien entendu, mettre en œuvre une stratégie de politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et, donc, éviter l'inflation comme la déflation est une condition *sine qua non*. De plus, la politique monétaire a besoin d'un cadre cohérent et logique.

Toutefois, pour parer au mieux à l'incertitude, la banque centrale doit relever deux autres défis : le défi de la communication avec les marchés et le défi de la crédibilité.

Le défi de la communication, qui consiste à mieux faire comprendre aux différents observateurs professionnels des banques centrales, aux intervenants de marché et au grand public en général l'objet de la politique monétaire et les moyens qu'elle retient pour atteindre ses objectifs, revêt une importance primordiale pour toute banque centrale moderne. Cet aspect est essentiel pour une jeune institution comme la BCE, qui ne bénéficie pas d'une longue expérience et qui opère dans un contexte multiculturel et, en particulier, multilingue. Plus généralement, de par le rôle croissant joué par les anticipations et les marchés financiers dans le processus de transmission de la politique monétaire, la majorité des banques centrales reconnaissent de plus en plus qu'une bonne politique de communication contribue à une meilleure collaboration avec les marchés et permet, en règle générale, d'atteindre de manière plus efficace les objectifs de la politique monétaire. Enfin, un esprit d'ouverture et de dialogue devrait aider les banques centrales à gagner la confiance du grand public, ce qui est particulièrement important pour les banques centrales indépendantes. L'exigence de transparence du processus de décision en matière de politique monétaire paraît, dès lors, légitime. En effet, renforcer la transparence est, en règle générale, dans l'intérêt de la banque centrale. Cependant, il convient de prendre en compte les éléments suivants.

Premièrement, le degré de transparence que l'on est en droit d'attendre de façon réaliste de la part des banques centrales est limité. Selon nous, une stratégie de politique monétaire constitue essentiellement, rien de plus, rien de moins, un cadre qui organise et structure l'analyse à la base du processus interne de prise de décision et qui, parallèlement, offre un instrument de communication externe. Par

conséquent, dans un environnement où rien n'est clair, prévisible et certain, cette stratégie n'est pas en mesure d'offrir une prévisibilité parfaite et une certitude sans faille à moyen terme. En effet, prétendre que le monde est plus simple et plus « certain » qu'il ne l'est réellement n'est pas une panacée pour la politique monétaire.

En second lieu, l'autorité monétaire devrait guider les marchés des capitaux plutôt que les suivre. L'argumentation d'Alan S. Blinder¹⁰, est très succincte :

« ... Suivre les marchés peut être une bonne manière d'éviter des surprises financières aux effets perturbateurs, une fin légitime en soi. ... Mais je crains que cette démarche, pour diverses raisons, ne produise une politique monétaire assez médiocre. D'une part, les marchés spéculatifs s'apparentent généralement à des moutons de Panurge et réagissent de manière excessive à presque toute information. Les banquiers centraux doivent faire preuve de davantage de prudence. D'autre part, les marchés des capitaux paraissent extrêmement sensibles aux modes et aux bulles spéculatives, qui s'écartent parfois nettement des fondamentaux. Les banquiers centraux doivent se préserver de toute fantaisie et s'en tenir aux fondamentaux. Enfin, sur les marchés des capitaux, y compris les marchés des instruments à long terme, les opérateurs se comportent souvent comme s'ils avaient un horizon temporel ridiculement court, tandis que le maintien d'un horizon éloigné constitue l'essence même de l'activité de banque centrale. »

Troisièmement, il est souhaitable que la politique soit largement prévisible, afin de réduire l'incertitude et la volatilité sur les marchés des capitaux. Il ne peut être dans l'intérêt de l'autorité monétaire de chercher délibérément à surprendre les marchés. Nous avons pu constater que les marchés ont relativement bien anticipé les mesures de politique monétaire de la BCE¹¹.

4. Incertitude et crédibilité

Tout cela me conduit au défi crucial de la crédibilité et au rôle particulier de la monnaie dans ce contexte.

De fait, la crédibilité tend à créer un cercle vertueux lié, par nature, non seulement à la stabilité monétaire, mais également au fait que l'émergence d'une incertitude fondamentale est évitée. En effet, quel que soit le moyen d'échange spécifique qu'une société peut souhaiter adopter, l'efficacité de la monnaie à faciliter les transactions économiques *via* le mécanisme des prix dépend de sa stabilité en tant qu'unité de compte de l'économie, c'est-à-dire en tant que dénominateur financier commun. Afin de détenir et accepter de la monnaie, les agents économiques doivent non seulement être convaincus que cette monnaie sera toujours acceptée comme moyen d'échange, mais également qu'elle conservera sa valeur dans le temps, les signaux de prix étant ainsi à même de garantir le bon fonctionnement des marchés.

¹⁰ Blinder (1998)

¹¹ Gaspar, Perez-Quiros et Sicilia (2001)

En revanche, si la monnaie perd ou gagne de la valeur de manière excessive, cela compromet également son utilité en tant qu'instrument d'échange. En effet, en période de très forte inflation, la monnaie, dans les transactions quotidiennes, tend à être remplacée, par exemple, par des cigarettes ou par d'autres biens — ou d'autres « mauvaises » peut-être. Par temps de forte inflation, une monnaie ne sera plus acceptée dans les transactions, même si elle a cours légal. Ce fut le cas dans l'Allemagne d'après-guerre, à la veille de la réforme monétaire de 1948. De même, en période de déflation prolongée, la solidité financière du secteur bancaire et des agents économiques devient très incertaine, les échanges de biens et d'actifs étant guidés par des motifs de précaution incompatibles avec l'équilibre à long terme.

Ainsi donc, la monnaie est fortement liée à la confiance et, dans certaines circonstances, à la méfiance qui règnent dans une société. C'est la raison pour laquelle il est indispensable que la banque centrale s'attache particulièrement aux deux composantes de la crédibilité, telle que définie dans le dictionnaire : « ce qui fait que les déclarations d'une personne sont acceptées comme étant de l'ordre du fait ou que les raisons exprimées sont acceptées comme étant les vraies ». En d'autres termes, la crédibilité dépend très étroitement de la qualité de l'analyse de la banque centrale et de l'aptitude de celle-ci à étudier et décrire les faits et la réalité sur le moyen terme, y compris les développements micro et macroéconomiques, l'évolution des marchés et de la stabilité financière. La crédibilité dépend également de la capacité de la banque centrale à tenir ses engagements avec succès.

À cet égard, il importe, en particulier, de souligner que les agrégats monétaires et leurs contreparties¹² sont très utiles pour refléter la confiance ou la méfiance, étant donné qu'ils sont basés sur les bilans des intermédiaires financiers. De fait, ces derniers reflètent non seulement le flux des transactions qui sont effectuées, mais également les restrictions de crédit et les tensions financières qui émergent lorsqu'une incertitude fondamentale se développe. En tant que telles, ces statistiques permettent de créer un lien entre les tensions micro et macroéconomiques et traduisent la profondeur du rapport qui existe entre l'analyse monétaire et la stabilité financière.

Cela explique également, d'une part, l'utilité d'évaluer les agrégats monétaires par rapport à une valeur de référence et, d'autre part, le fait que les écarts à court terme par rapport à cette valeur de référence peuvent être substantiels. La demande de monnaie reflète, en effet, à la fois les motifs de transaction, qui sont directement liés à d'autres variables macroéconomiques, y compris les prix, et les motifs de précaution. Ces derniers peuvent être liés à une incertitude fondamentale, ce qui les rend difficiles à modéliser. Alors que les motifs de transaction peuvent sous-tendre la définition d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire, M3 dans le cas de la BCE, l'existence et la réversibilité des motifs de précaution expliquent que cette valeur de référence ne peut constituer un objectif à atteindre et qu'il convient de surveiller et d'expliquer en permanence tout écart par rapport à celle-ci. En conséquence, avec la monnaie, le banquier central dispose d'un élément essentiel, mais non exclusif, de réponse à l'incertitude.

¹² Borio et Lowe (2002)

Stabilité de la monnaie et stabilité des prix : tels sont les fondements d'une économie de marché fonctionnant harmonieusement et la meilleure façon pour une banque centrale de faire face à l'incertitude. De nombreux arguments économiques plaident en faveur de la stabilité des prix, largement revenue à l'ordre du jour. Toutefois, les arguments en faveur de la stabilité des prix vont au-delà de la sphère purement économique. La stabilité des prix, la capacité à compter sur une monnaie stable, constituent le fondement de la confiance : confiance dans l'interaction entre les agents économiques, dans les droits de propriété, dans la société et, de manière plus générale, dans l'avenir. La confiance dans une monnaie stable est également la base d'une société libre, où chacun est en mesure de prendre des décisions et de forger son propre avenir. Inversement, en cas de perte de cette confiance, l'État est inévitablement appelé à l'aide pour assurer l'avenir de façon collective. L'inflation et la déflation ébranlent la confiance dans la monnaie et, plus généralement, dans les droits de propriété.

Lénine, qui avait apparemment identifié ce mécanisme, aurait fait remarquer que « le meilleur moyen de détruire une société civile est de détruire sa monnaie ». Ainsi, outre la raison économique, une raison d'ordre moral nous oblige à maintenir la stabilité des prix. De fait, dès le Moyen-Âge, Nicolas Oresme défendit la thèse d'une monnaie stable comme principe de loi naturelle et s'éleva contre les dévaluations monétaires auxquelles l'État avait recours, les qualifiant de mesures pires que l'usure, comparables au vol et à l'exploitation. Cette idée fondamentale demeure valable aujourd'hui, même si l'incertitude peut prendre des formes différentes.

Bibliographie

- Aglietta (M.), Orléan (A.) (2002) : « La monnaie entre violence et confiance », Paris, Éditions Odile Jacob.
- Banque centrale européenne (2000) : « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre.
- Blinder (A. S.) (1998) : « Central Banking in Theory and Practice », The MIT Press.
- Borio (C.), Lowe (P.) (2002) : « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », Document présenté lors de la conférence de la BRI « Changes in risk through time: measurement and policy options », *Documents de travail de la BRI*, 114, Bâle, juillet.
- Brainard (W.) (1967) : « Uncertainty and the effectiveness of policy », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mai.
- Christiano (L.), Eichenbaum (M.), Evans (C.) (1999) : « Monetary policy shocks: what have we learned and to what end? », in Taylor J.B., Woodford M. (Eds.) : *Handbook of Macroeconomics* (North Holland), 65-148.
- Clarida (R.), Galí (J.), Gertler (M.) (1998) : « Monetary policy rules in practice: some international evidence », *European Economic Review* 42, 1033-68.
- Friedman (M.) (1956) : « The Quantity Theory of Money: A Restatement », Studies in *Quantity Theory*, Chicago University Press.
- Galí (J.) (1999) : « Technology, employment and the business cycle: do technology shocks explain aggregate fluctuations? », *American Economic Review* (89) 1, 249-271.
- Gaspar (V.), Perez-Quiros (G.), Sicilia (J.) (2001) : « The ECB monetary policy strategy and the money market », *ECB Working Paper* 69, juillet.
- Orphanides (A.) (2000) : « The quest for prosperity without inflation », *ECB Working Paper* 15, mars.
- Orphanides (A.), Van Norden (S.) (2001) : « The reliability of output gap estimates in real time », *CIRANO Scientific Series* s-57, novembre.
- Scheinkman (J.), Lasry (J.-M.), Conze (A.) (1993) : « Borrowing constraints and international comovements », in Becker R. et al. (Eds), *General Equilibrium Growth and Trade II*, Academic Press, 1993. Reprinted in *Hitotsubashi Journal of Economics* 34, Special Issue, décembre 1993.
- Scheinkman (J.), Glaeser (E.) (2002) : « Non-market interactions », in Dewatripont (M.), Hansen (L.P.), Turnovsky (S.) (Eds) : « Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications », *Eight World Congress*, Cambridge University Press.

Scheinkman (J.), Woodford (M.) (1994) : « Self-organised criticality and economic fluctuations », *American Economic Review* 84(2), mai, (Papers and Proceedings), 417-421.

Svensson (L. E. O.) (1999) : « Inflation targeting as a monetary policy rule », *Journal of Monetary Economics* 43.

Taylor (J. B.) (1993) : « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie Rochester Conference, *Series on Public Policy* 39.

Woodford (M.) (2002) : « Inflation stabilisation and welfare », *Contributions to Macroeconomics* 2(1), Article 1.

La place de l'euro sur les marchés obligataires internationaux en 2002

Après une année 2001 record en termes d'activité, le montant des émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros a reculé, en 2002, de 4,2 %, à 807,8 milliards de dollars, d'après les statistiques publiées par la Banque des règlements internationaux (BRI). Les émissions nettes ont également affiché un recul de 20,6 %, pour s'établir à 495,6 milliards de dollars en 2002, après 623,9 milliards l'année précédente.

Le repli des émissions brutes totales ayant été plus prononcé, de 8,7 %, à 2 105,4 milliards de dollars, l'euro a pu conforter sa place de deuxième grande monnaie utilisée sur les marchés obligataires internationaux, sa part dans le total des émissions brutes ayant progressé de 36,6 % en 2001 à 38,4 % en 2002. Parallèlement, la part du dollar s'est réduite, passant de 49,0 % à 46,9 %, tout comme celle du yen (4,3 %, contre 5,4 %) et de la livre sterling (5,5 %, contre 6,0 %).

La proportion des émissions brutes en euros effectuées par des emprunteurs de la zone euro a encore augmenté, pour s'inscrire à 76,7 %, après 72 % l'année précédente. Au sein de cette catégorie d'émetteurs, la prépondérance des émetteurs de nationalité allemande est très nette (42,4 %), en raison, notamment, de l'importance des émissions réalisées par les collectivités locales allemandes, qui ont représenté près de 78 % des émissions totales de ce secteur.

Dans un contexte économique incertain, les entreprises non financières privées ont réduit considérablement leurs émissions brutes (− 24 %), dans un souci de désendettement et d'assainissement de leur structure financière. En revanche, l'accroissement des déficits publics, notamment dans la zone euro, a entraîné une augmentation de 34 % des émissions brutes réalisées par les États et les collectivités locales.

Les émissions brutes d'obligations à taux fixe ont représenté 59,1 % du montant total des émissions brutes en euros, contre 61,0 % en 2001, tandis que la part des émissions à taux variable progressait dans le même temps, de 34,8 % à 38,8 %, et que celle des obligations liées aux actions (obligations convertibles et à bons de souscription d'actions) reculait de 4,2 % à 2,2 %.

Jean-Guillaume POULAIN
Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs

1. Le recul de l'activité sur les marchés obligataires internationaux, après le niveau record enregistré en 2001

1.1. Le renforcement de l'euro

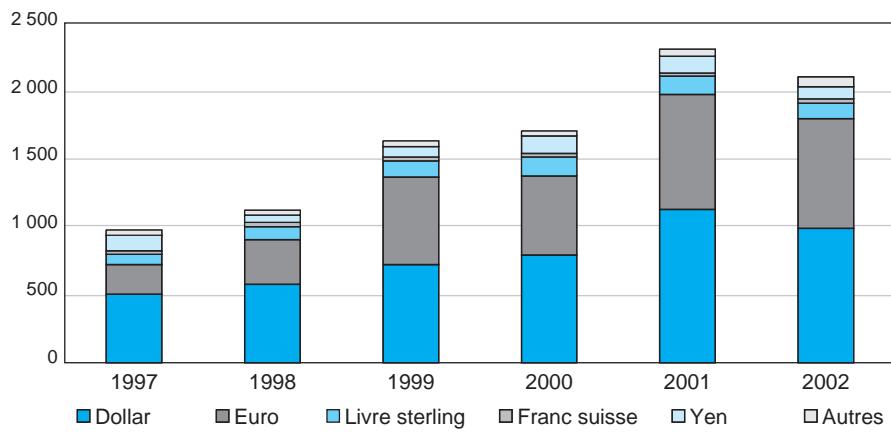
Selon la BRI, le montant total des émissions brutes d'obligations sur le marché international s'est élevé à 2 105,4 milliards de dollars en 2002, marquant ainsi un recul de 8,7 % par rapport au pic de 2 306,1 milliards enregistré en 2001. Ce recul fait suite à des hausses de 31,0 % en 1999, 4,3 % en 2000 et 26,0 % en 2001. Néanmoins, le niveau d'activité reste supérieur de 19 % à celui de 2000.

Malgré le souci de désendettement des emprunteurs privés, la dégradation continue des principales bourses mondiales a incité ceux-ci à recourir à l'endettement plutôt qu'à l'émission d'actions, ce qui explique que le recul ait été globalement limité.

Le dollar a conservé sa première place sur le marché international, mais s'est, toutefois, inscrit en retrait, avec 46,9 % du montant total des émissions brutes d'obligations, contre 49,0 % en 2001. L'euro a conforté sa place de deuxième grande monnaie utilisée sur les marchés obligataires internationaux, avec un accroissement de sa part de marché de 36,6 % en 2001 à 38,4 % en 2002. Les deux monnaies ont totalisé 85,3 % des émissions brutes. La plupart des grands emprunteurs ont, en effet, désormais pour objectif d'être présents à la fois sur les compartiments euro et dollar du marché international de capitaux. Dans le même temps, la part de marché du yen est passée de 5,4 % à 4,3 % et celle de la livre sterling de 6,0 % à 5,5 %.

Émissions brutes d'obligations internationales ventilées par monnaies de libellé

(en milliards de dollars)



1.2. Des remboursements plus importants

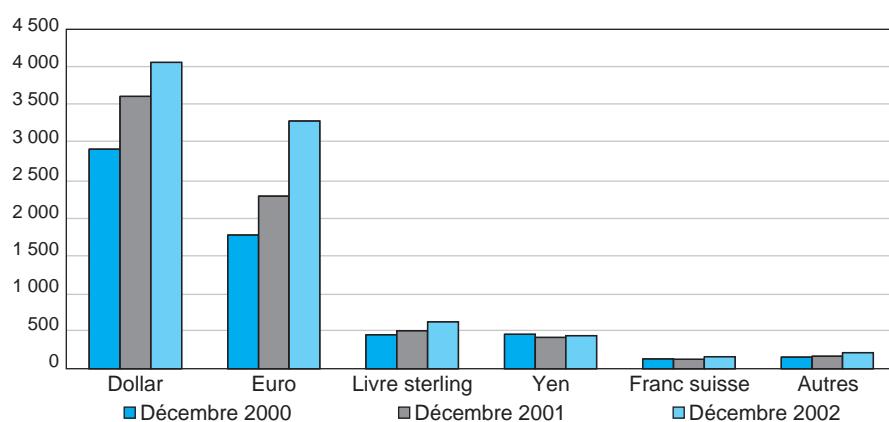
Les émissions nettes d'obligations sur le marché international ont atteint 1 022,5 milliards de dollars en 2002, contre 1 427,2 milliards en 2001, selon la BRI, enregistrant ainsi un recul de 28,4 %. La baisse des émissions nettes a donc été beaucoup plus forte que celles des émissions brutes, illustrant l'importance des remboursements des entreprises privées soucieuses d'améliorer leur situation financière.

Sur le marché international des obligations en euros, le recul a été moins marqué : le montant des émissions brutes s'est élevé à 807,8 milliards de dollars, contre 843,5 milliards en 2001, soit une baisse de 4,2 % (contre 8,7 % pour le marché global). De même, les émissions nettes en euros ont diminué de 623,9 milliards de dollars en 2001 à 495,6 milliards en 2002, soit une baisse de 20,6 %. Cette baisse s'avère finalement limitée comparée à celle de 36,6 % des émissions en dollars, et à celle de 28,4 % pour le marché global.

En conséquence, l'euro a continué de combler son retard vis-à-vis du dollar en termes d'encours. Fin 2001, les obligations internationales libellées en euros représentaient 32,2 % du stock mondial. Fin 2002, cet encours s'est établi à 3 285,1 milliards de dollars, soit 37,4 % de l'encours. Dans le même temps, la part du dollar s'est contractée, de 50,8 % à 46,3 %. Toutefois, une part de cette évolution est due à l'appreciation de l'euro par rapport au dollar (+ 16,0 %) au cours de l'année 2002.

Répartition de l'encours des obligations internationales par monnaies de libellé

(en milliards de dollars)



2. Les caractéristiques des émissions obligataires en euros

2.1. Une prédominance des émetteurs européens

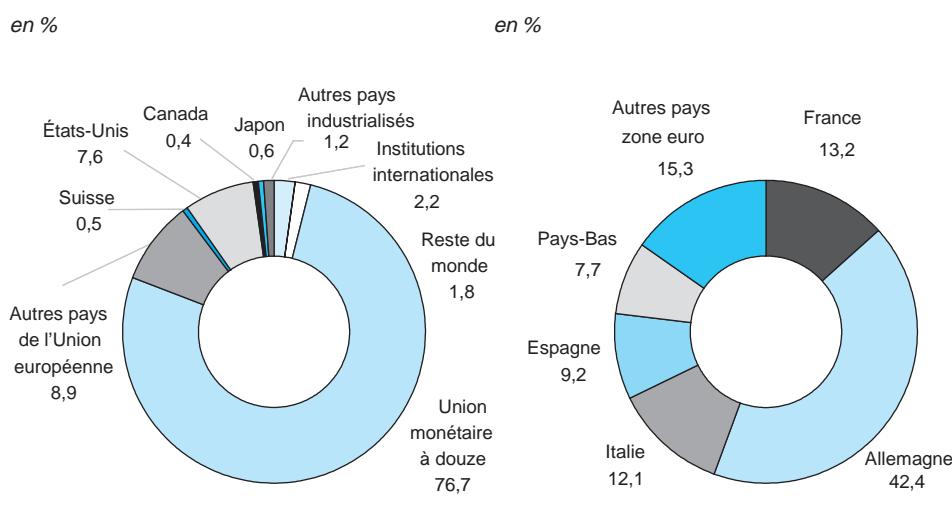
Comme c'est le cas depuis son introduction en 1999, l'euro a continué d'être majoritairement utilisé par les emprunteurs issus de sa zone. D'après les statistiques publiées par la Banque des règlements internationaux, les pays de l'Union monétaire européenne ont même accru leur part dans les émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros : celle-ci s'est élevée à 76,7 %, contre 72 % environ en 2000 et 2001. La part des émetteurs originaires des États-Unis s'est, en revanche, repliée, de 11,0 % en 2001 à 7,6 % en 2002 sur le compartiment euro du marché. À titre de comparaison, la part des émetteurs américains dans les émissions en dollars sur le marché international des obligations a représenté, selon la BRI, 58,3 % en 2002.

Avec 32,6 % des émissions brutes totales (soit 42,4 % des émissions brutes de la zone euro), l'Allemagne domine le marché international des obligations libellées en euros. Cette prédominance s'explique, notamment, par la structure décentralisée de l'économie allemande : les emprunts réalisés par les *Länder* sur le marché ont représenté, en effet, 77,5 % des émissions brutes totales effectuées par les collectivités locales en 2002.

Ventilation des émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros

Selon la nationalité des emprunteurs

Réalisées par des emprunteurs de la zone euro, par pays



Les émissions brutes de nationaux français ont atteint 82,1 milliards d'euros, en recul de 5 % par rapport aux 86,5 milliards émis en 2001, la baisse constatée dans le secteur privé non financier étant plus importante que la hausse des émissions internationales de l'État. La France se place ainsi en seconde position, derrière l'Allemagne, avec une part de marché de 13,2 % des émissions brutes de la zone euro, soit 10,2 % des émissions brutes totales.

2.2. Un fort repli des émissions du secteur privé non financier

Les émissions brutes des entreprises privées non financières se sont établies à 145,0 milliards de dollars, contre 190,9 milliards en 2001, en baisse de 24 %, après une hausse de 59 % l'année précédente. La plupart des grands groupes privés, notamment dans le secteur des télécommunications où les entreprises sont très endettées depuis la constitution et l'explosion de la bulle liée au développement des nouvelles technologies de l'information, se sont en effet attachés à améliorer leur ratio d'endettement afin d'assainir leur structure financière et de retrouver une notation leur permettant d'émettre à moindre coût. Certains grands emprunteurs ont même quasiment disparu du marché en 2002.

En revanche, les émissions brutes publiques ont augmenté de 5 %, à 234,7 milliards de dollars. Plus particulièrement, les émissions effectuées par les États et collectivités locales ont augmenté de 33,5 %, à 100 milliards de dollars, en liaison avec la remontée des déficits publics dans la plupart des pays de la zone euro. La plupart des États continuent toutefois d'émettre leurs titres de dette en majorité sur le marché domestique.

Ventilation par catégories d'émetteurs

(montants en milliards de dollars, variation en %)

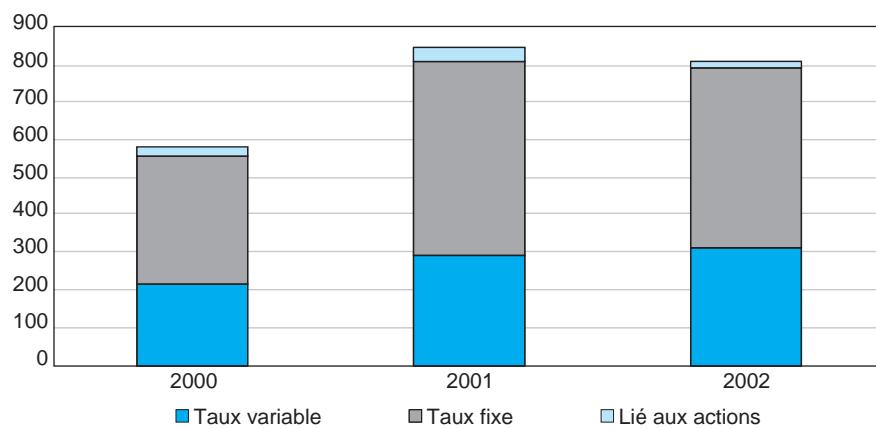
	2000	2001	2002	Variation 2002/2001
Organisations internationales	9,2	11,4	17,5	53,2
Établissements financiers	315,8	417,7	410,7	- 1,7
Entreprises non financières privées	119,9	190,9	145,0	- 24,0
Secteur public	136,3	223,5	234,7	5,0
dont : <i>États et collectivités</i>	54,7	74,9	100,0	33,5
<i>Banques et institutions financières</i>	56,0	112,8	117,6	4,3
<i>Entreprises et organismes publics</i>	25,6	35,8	17,1	- 52,2
Total	581,2	843,5	807,8	- 4,2

2.3. Légère diminution des émissions à taux fixe qui restent toutefois majoritaires

La proportion des émissions à taux fixe a reculé, de 61 % à 59 % du montant total des émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros. Dans le même temps, la part des émissions à taux variable a gagné quatre points, à 38,8 %. La prédominance des émissions à taux fixe s'explique, notamment, par le faible niveau des taux d'intérêt à court et long termes, associé au phénomène d'aversion au risque qui a caractérisé les choix des investisseurs en 2002. En outre, la proportion des émissions brutes internationales d'obligations liées aux actions est passée de 4,2 % en 2001 à 2,2 % en 2002, du fait des mauvaises performances enregistrées sur les marchés d'actions.

Ventilation des émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros par types de titres

(en milliards de dollars)



Enquête financière – Premier trimestre 2003

Méthodologie de l'enquête

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé, le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

Vue d'ensemble

Au premier trimestre 2003, les taux débiteurs pratiqués par les établissements bancaires ont diminué, notamment pour les particuliers ; les conditions créditrices se sont également détendues pour l'ensemble de la clientèle.

Situation des entreprises et des particuliers

Selon les établissements bancaires interrogés, le resserrement des trésoreries observé au premier trimestre 2003 a été plus sensible pour les grandes entreprises que pour les petites et moyennes entreprises. Grâce à un allégement des stocks, les besoins en fonds de roulement ont progressé plus modérément qu'au trimestre précédent, malgré la nette contraction des résultats bruts d'exploitation. Les crédits à moyen et long termes se sont fortement contractés, en raison de reports ou de gels d'investissements plus nombreux que le trimestre précédent, sous l'effet, notamment, des fortes incertitudes internationales.

Les particuliers, dont le patrimoine financier a, dans l'ensemble, légèrement progressé, ont continué de privilégier les placements les moins exposés aux fluctuations des marchés boursiers. Leurs difficultés de paiement ont progressé quelque peu, en dépit d'une légère diminution de leur niveau d'endettement global.

Au cours du deuxième trimestre 2003, selon les établissements bancaires interrogés, la demande de crédit des particuliers devrait continuer de s'accroître.

Pour les entreprises, la demande de crédit à court terme enregistrerait une hausse modérée, alors que les crédits à moyen et long termes seraient orientés à la baisse.

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du premier trimestre 2003, la concurrence entre les établissements de crédit est jugée, dans l'ensemble, plus vive qu'au trimestre précédent. Elle s'est surtout concentrée sur l'attribution de crédits, dans un contexte de taux d'intérêt très attractifs.

La diminution des conditions créditrices et débitrices s'est poursuivie, à un rythme toutefois légèrement moins marqué qu'au trimestre précédent pour les entreprises.

Les marges bancaires se sont réduites, en dépit d'un relèvement des prix des services, notamment pour les entreprises.

Au cours des prochains mois, les établissements de crédit s'attendent globalement à une légère progression de la demande de crédit, qui proviendrait essentiellement d'une demande assez soutenue des particuliers.

Comportement des établissements de crédit

	(soldes d'opinions)							
	2001		2002		2003			
	Juin	Septembre	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre	Mars
Rémunération des placements								
des particuliers	2	- 22	- 10	8	1	- 14	- 26	- 26
des entreprises	2	- 28	- 12	3	2	- 16	- 26	- 24
Taux des crédits								
aux particuliers	- 3	- 36	- 19	17	- 5	- 38	- 44	- 43
aux entreprises	- 3	- 39	- 19	21	6	- 18	- 36	- 21
Prix des services								
aux particuliers	6	4	3	8	14	16	19	16
aux entreprises	10	5	5	7	14	17	11	18
Marges bancaires	- 6	- 11	5	- 8	- 7	3	- 1	- 16
Évolution prévue de la demande de crédit	1	- 13	1	15	18	- 3	14	5

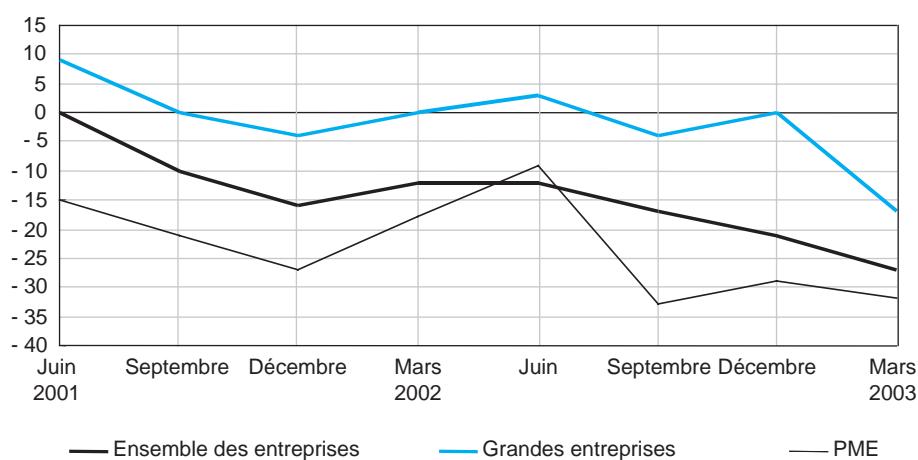
2. Le comportement des entreprises

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises

	(soldes d'opinions)							
	2001		2002		2003			
	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	0	- 10	- 16	- 12	12	- 17	- 21	- 27
Grandes entreprises	9	0	- 4	0	3	- 4	0	- 17
PME	- 15	- 21	- 27	- 18	- 9	- 33	- 29	- 32
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	10	- 18	- 15	- 6	- 8	- 31	- 21	- 21
Grandes entreprises	- 4	- 7	- 11	1	- 6	- 18	- 4	- 16
PME	- 18	- 29	- 18	- 10	- 11	- 35	- 27	- 24
Difficultés de paiement	15	7	12	6	16	23	21	17
Résultats bruts d'exploitation	- 13	- 29	- 35	- 27	- 29	- 37	- 31	- 41
Besoins en fonds de roulement	25	19	24	15	31	16	20	18
Investissements globaux	- 2	- 34	- 38	- 34	- 18	- 56	- 16	- 60
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	11	8	17	- 1	21	3	18	- 12
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	14	- 16	- 30	- 20	- 7	- 35	- 13	- 43
Situation de l'endettement global	7	5	- 1	- 1	0	- 4	2	- 1
Dépôts à vue (encours moyen)	9	5	9	11	- 1	- 8	- 8	- 24
Placements nouveaux liquides	9	0	- 6	- 11	- 10	- 26	- 12	- 25
Placements nouveaux en titres négociables	- 3	1	- 3	- 2	- 11	- 21	- 14	- 22
donc : Titres d'OPCVM	2	2	- 1	4	- 6	- 14	- 12	- 19
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	18	19	22	14	17	10	18	10
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	- 4	- 24	- 11	7	11	- 28	- 1	- 16

Situation de trésorerie des entreprises

(solde d'opinions, séries brutes)



Au cours du premier trimestre 2003, le resserrement des trésoreries a essentiellement affecté les grandes entreprises, confrontées au faible dynamisme de la demande étrangère. Dans les petites et moyennes entreprises, le niveau des trésoreries apparaît quasiment stable depuis la mi-2002.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des petites et moyennes entreprises pourrait enregistrer une légère amélioration, alors que celle des grandes entreprises se détériorerait.

La poursuite du renchérissement du coût des matières premières, notamment du pétrole, conjuguée aux incertitudes internationales qui ont pesé sur le volume des exportations, a entraîné un recul assez sensible des résultats bruts d'exploitation. La progression des besoins en fonds de roulement a toutefois été légèrement moins accentuée que le trimestre précédent, grâce, en particulier, à un allégement des stocks.

Aussi, l'augmentation des difficultés de paiement est-elle apparue un peu moins forte que le trimestre précédent.

Parallèlement, les autorisations nouvelles et les renouvellements de crédits à court terme se sont réduits, après la vive augmentation observée au quatrième trimestre 2002.

La baisse de la demande de crédits à moyen et long termes a été très prononcée. Au premier trimestre, en effet, les investissements physiques et financiers des entreprises se sont fortement contractés selon les établissements de crédit interrogés. Les incertitudes internationales, liées à la guerre en Irak, ont accentué la tendance au report des investissements observée depuis la fin de 2001.

Au total, l'endettement global a légèrement diminué par rapport au trimestre précédent.

La contraction des placements s'est accentuée, quelle que soit leur forme.

Au cours des prochains mois, selon les banques interrogées, la demande de crédit de trésorerie devrait enregistrer une hausse modérée.

La demande de crédit moyen et long termes devrait être orientée à la baisse, en raison, essentiellement, de la faiblesse anticipée de l'investissement. En effet, selon les établissements de crédit interrogés, une orientation plus favorable de l'investissement n'est pas attendue avant le second semestre de 2003.

3. Le comportement des particuliers

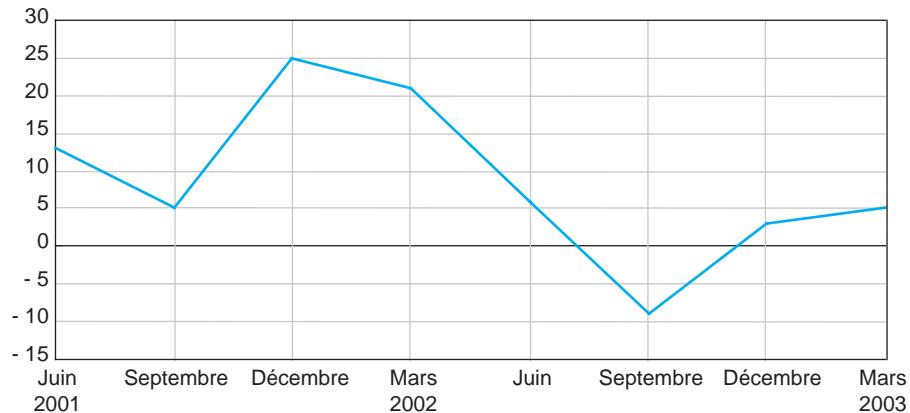
3.1. Les comportements d'épargne

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'épargne des particuliers

	2001			2002			2003	
	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
Situation du patrimoine financier	13	5	23	21	6	- 9	3	5
Encours moyen des dépôts à vue	12	26	59	35	40	33	29	7
Encours moyen des livrets	- 15	18	37	33	17	49	34	49
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	34	16	- 12	- 6	- 9	- 7	- 30	- 25
Placements nouveaux en PEL	- 4	10	25	34	25	38	46	11
Placements nouveaux en PEP	- 50	- 45	- 28	- 23	- 34	- 31	- 25	- 13
Placements en actions	- 55	- 80	- 21	- 21	- 68	- 93	- 57	- 61
Placements en obligations	- 4	- 4	- 11	- 10	- 12	- 18	- 16	- 13
Placements en OPCVM court terme	0	- 5	8	11	5	- 7	- 8	- 5
Placements en autres OPCVM	- 11	- 29	- 3	8	- 17	- 21	- 15	- 10

Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions, séries brutes)



Au premier trimestre 2003, le patrimoine financier des ménages a légèrement progressé.

Les encours moyens des dépôts à vue ont moins augmenté qu'au trimestre précédent, en raison, notamment, de la ponction opérée pour le règlement du premier tiers provisionnel, mais aussi, dans une moindre mesure, des arbitrages de portefeuille au profit d'autres placements.

Par ailleurs, l'attrait pour les placements en PEL a été moindre. Les modifications réglementaires des plans épargne-logement intervenues en fin d'année dernière et, en particulier, les modalités d'attribution de la prime d'État, ont, en effet, découragé certains épargnants.

Les autres placements, quelle que soit leur forme (comptes à terme, certificats de dépôt, placements nouveaux en PEP, en obligations, placements en OPCVM), ont de nouveau reculé, à un rythme cependant moins prononcé que celui observé au cours du trimestre précédent.

Le fort retrait des placements en actions témoigne de l'aversion des ménages pour le risque. Toutefois, quelques investisseurs recommencent à opter pour des achats d'actions, profitant de cours très bas.

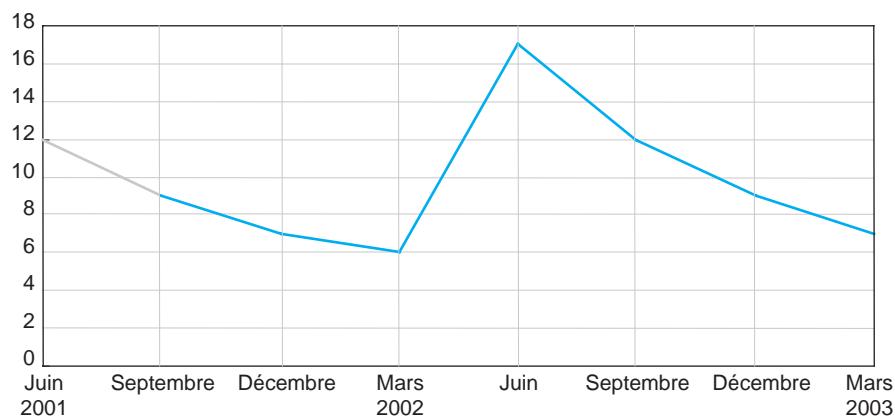
3.2. Les comportements d'endettement

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'endettement des particuliers

	2001			2002			2003	
	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
Situation de l'endettement global	12	9	7	6	17	12	9	7
Difficultés de paiement	4	0	3	3	9	9	11	10
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	25	10	22	9	14	7	8	- 3
Utilisations nouvelles de prêts personnels	36	19	28	11	29	16	15	10
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	36	6	21	33	60	45	38	46
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	14	5	7	23	22	16	15	17
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	8	- 14	5	28	22	17	19	33

Endettement global des particuliers

(solde d'opinions, séries brutes)



Le niveau d'endettement global des ménages a été légèrement moins élevé qu'au trimestre précédent. Les difficultés de paiement ont progressé à un rythme proche de celui observé les trois mois précédents et concernent de plus en plus les crédits *revolving*.

Les utilisations nouvelles de prêts personnels, bien qu'en légère décélération, sont restées soutenues, alors que les autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie se sont quelque peu réduites.

L'investissement en logement des ménages demeure très soutenu, l'immobilier apparaissant de plus en plus comme une valeur refuge dans un contexte boursier incertain. La demande de prêts immobiliers est d'autant plus dynamique que les taux d'intérêt pratiqués sont considérés comme très attractifs.

Les prévisions des établissements interrogés sont plutôt confiantes pour la période à venir. Ainsi, au cours des prochains mois, une augmentation de la demande est attendue, notamment pour les crédits immobiliers, mais également, dans une moindre mesure, pour les crédits de trésorerie.

Les comptes financiers de la Nation en 2002 : taux d'endettement en baisse pour les entreprises, en hausse pour les ménages

Alors que les incertitudes sont très fortes sur les marchés boursiers, les émissions d'actions se contractent, de même que les prises de participations transfrontières. Néanmoins, les flux nets de participations entre entreprises résidentes non cotées se maintiennent à leur niveau de l'année précédente, contribuant à la recomposition de leur capital. Les sociétés non financières diminuent très fortement leurs émissions nettes d'obligations et de titres de créances négociables. L'État, en revanche, accroît nettement ses émissions d'obligations et, surtout, de bons du Trésor. Tous bénéficiaires confondus, le crédit bancaire augmente au même rythme que l'année précédente. Les flux de crédits aux ménages, notamment immobiliers, sont plus importants qu'en 2001. Ils baissent, par contre, pour les sociétés non financières, qui, réduisant leurs investissements productifs et leurs stocks, amorcent la décrue de leur taux d'endettement. Les placements des ménages restent substantiels et continuent à se porter pour leur plus grande part vers les produits d'assurance-vie les moins risqués, et dans une moindre mesure vers les comptes sur livret.

Dominique DURANT
Direction des Études et des Statistiques monétaires

NB : Pour en savoir plus :
« Les comptes de la Nation en 2002 », Insee première n° 894, avril 2003
« Les comptes des administrations publiques », Insee première n° 895, avril 2003

Dans un contexte de ralentissement économique général, de forte volatilité des cours boursiers et d'attentisme provoqué par les incertitudes politiques internationales, la plupart des flux de financements de marché — émissions d'actions et de titres de dette (obligations et titres de créance négociables) par les entreprises, émissions de titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) non monétaires — se réduisent en 2002.

1. La chute des cours boursiers pèse sur les opérations transfrontières

L'envol des cours boursiers sur les marchés européens à partir de 1999 avait favorisé, pendant trois années consécutives, de très importantes émissions nettes d'actions et accompagné de nombreuses opérations de fusion-acquisition, notamment avec des entreprises étrangères. En 2002, le CAC 40 perd 33,7 % de sa valeur au cours de l'année et chute de 56 % par rapport aux niveaux les plus élevés de septembre 2000. Les émissions nettes d'actions et autres participations par les entreprises françaises reviennent à des niveaux plus modestes (79,4 milliards d'euros, après 87,5 milliards en 2001 et 134,7 milliards en 2000). Pour l'essentiel, les émissions réalisées en 2002 concernent le capital d'entreprises non cotées, les émissions nettes de valeurs cotées étant pratiquement taries.

Les acquisitions des non-résidents représentent seulement un quart du total des émissions des résidents (19,4 milliards d'euros), contre plus du tiers l'année précédente et près des deux tiers en 2000. Réciproquement, les entreprises résidentes réduisent encore leurs acquisitions à l'étranger (41,7 milliards d'euros, après 60,3 milliards en 2001). Les deux tiers de ces investissements sont réalisés en dehors de la zone euro, alors qu'ils s'orientaient quasi intégralement dans la zone en 2001. Au contraire, les prises de participations entre entreprises françaises augmentent (43,7 milliards d'euros, après 39,1 milliards en 2001). Au total, la chute des cours boursiers met un frein aux acquisitions transfrontières sans geler les opérations de reconstitution du capital au sein des entreprises françaises non cotées.

Les performances des OPCVM non monétaires, qui investissent essentiellement en actions et obligations et dont la valeur des parts reflète celle du portefeuille, sont médiocres en 2002. À la suite d'une baisse de la demande pour leurs propres titres, ils modèrent leurs achats nets d'actions (20,4 milliards d'euros, après 36,5 milliards en 2001). De la même manière, les sociétés d'assurance sont confrontées à une chute de 31% du chiffre d'affaire sur les contrats dont le capital est exprimé en unités de compte (c'est-à-dire en nombre de parts) et qui sont investis majoritairement en actions et en OPCVM actions. Elles procèdent ainsi à des ventes nettes (- 10,4 milliards d'euros, après + 11,4 milliards).

Flux d'actions, d'obligations et de titres d'OPCVM

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002
Actions	324,4	162,8	133,0
<i>Émissions nettes</i>			
Résidents	134,7	87,5	79,4
dont : <i>Établissements de crédit, assurances</i>	5,8	- 1,9	3,8
<i>Sociétés non financières</i>	119,4	88,7	75,1
Reste du monde	189,8	75,3	53,6
<i>Acquisitions nettes</i>			
Résidents	239,1	132,7	113,6
dont : <i>Établissements de crédit</i>	36,7	- 10,0	37,8
<i>Assurances</i>	20,6	11,4	- 10,4
<i>OPCVM non monétaires</i>	30,6	36,5	20,4
<i>Administrations publiques</i>	- 2,7	0,5	- 6,4
<i>Ménages</i>	- 4,8	5,3	14,4
<i>Sociétés non financières</i>	129,1	56,7	60,3
Reste du monde	85,3	30,1	19,4
Souscriptions de titres d'OPCVM	116,8	88,7	86,5
OPCVM monétaires	31,1	43,0	45,3
dont : <i>Ménages</i>	- 3,0	6,3	2,6
<i>Sociétés non financières</i>	9,6	16,4	17,4
<i>Assurances</i>	4,2	7,9	6,2
<i>OPCVM monétaires</i>	12,7	9,2	15,3
Autres OPCVM	85,8	45,8	41,1
dont : <i>Ménages</i>	16,4	6,7	- 2,5
<i>Sociétés non financières</i>	- 7,9	0,9	12,5
<i>Assurances</i>	35,7	7,4	5,7
<i>OPCVM non monétaires</i>	22,3	15,9	6,3
Obligations	55,9	104,8	82,2
<i>Émissions nettes</i>			
Résidents	31,7	68,5	41,7
dont : <i>Établissements de crédit</i>	2,3	8,3	8,6
<i>Administrations publiques</i>	21,5	22,4	29,9
<i>Sociétés non financières</i>	3,3	35,4	2,1
Reste du monde	24,2	36,3	40,5
<i>Acquisitions nettes</i>			
Résidents	5,0	57,1	55,8
dont : <i>Établissements de crédit</i>	- 14,9	- 1,9	25,5
<i>OPCVM non monétaires</i>	17,0	- 0,1	0,2
<i>Assurances</i>	1,9	31,2	39,5
Reste du monde	50,9	47,7	26,4
Titres de créances négociables	95,7	98,0	91,7
<i>Émissions nettes</i>			
Résidents	50,8	68,3	70,9
dont : <i>Établissements de crédit</i>	13,3	36,5	40,8
<i>Administrations publiques</i>	10,2	11,7	28,6
<i>Sociétés non financières</i>	28,0	20,9	0,0
Reste du monde	44,9	29,7	20,7
<i>Achats</i>			
Résidents	57,3	43,3	47,6
dont : <i>Établissements de crédit</i>	- 2,9	20,0	- 0,4
<i>Sociétés non financières</i>	41,0	0,7	5,0
<i>OPCVM non monétaires</i>	10,4	- 6,3	8,9
<i>OPCVM monétaires</i>	- 0,3	35,2	37,0
Reste du monde	38,4	54,7	44,0
Total	592,9	454,3	393,3

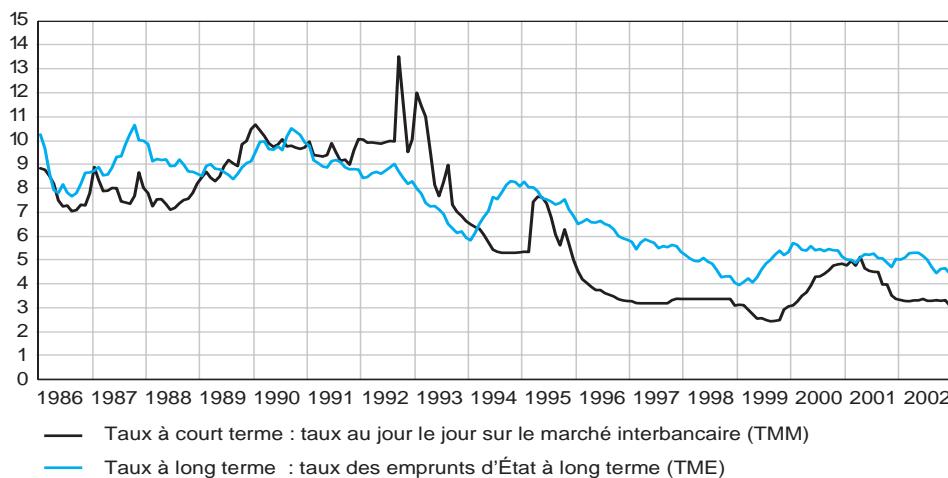
Source : Comptes nationaux – Banque de France – DESM – SESOF

2. L'État redevient le principal emprunteur sur le marché des obligations

Après avoir réduit pendant trois ans ses émissions obligataires nettes, l'État, confronté à un besoin de financement accru, redevient le principal emprunteur résident sur ce marché, avec 35,3 milliards d'euros d'émissions nettes. Les administrations publiques hors État se désendettent (- 5,4 milliards d'euros). Les sociétés non financières et, notamment, France Télécom, avaient emprunté en 2001 des montants exceptionnellement élevés sous forme de titres longs. Elles reviennent à des émissions nettes beaucoup plus faibles (2,1 milliards d'euros, après 35,4 milliards en 2001). Globalement, le financement obligataire est plus affecté que les financements bancaires ou par titres de créances négociables, car le faible niveau des taux obligataires semble dissuader les investisseurs non financiers et les OPCVM monétaires.

Taux d'intérêt de 1986 à 2002

(moyennes mensuelles en %)



Source : Banque de France

Seuls les investisseurs financiers résidents soutiennent la demande, en particulier les banques, qui opèrent des acquisitions substantielles (25,5 milliards d'euros, après - 1,9 milliards). Les compagnies d'assurance restent le premier secteur acquéreur d'obligations (39,5 milliards d'euros, après 31,2 milliards) : les contrats dont le capital est exprimé en euros, qui ne présentent donc aucun risque de marché pour le souscripteur et sont le plus souvent investis en obligations, bénéficient de la désaffection pour les supports en unités de compte et leur chiffre d'affaires progresse de 13 %. Ainsi, la part des obligations dans les encours de placements des assurances françaises, qui baissait continûment depuis 1996, retrouve son niveau de 1998 (55,0 %, après 48,6 % en 2001). En revanche, les acquisitions nettes des OPCVM non monétaires deviennent négligeables.

La demande des investisseurs résidents se reporte sur les obligations étrangères (40,5 milliards d'euros, après 36,3 milliards). Réciproquement, les non-résidents continuent d'acheter d'importants montants d'obligations émises par les résidents. Ils acquièrent, notamment, 19,5 milliards d'euros d'obligations assimilables du Trésor (OAT), portant leur détention totale à 163,3 milliards d'euros, soit 30,5 % de la dette obligataire de l'État. Le total de leurs acquisitions est toutefois moins élevé qu'en 2001 (26,4 milliards d'euros, après 47,7 milliards). Les opérations sur les obligations donnent donc lieu, globalement, à des sorties nettes de capitaux (14,1 milliards d'euros, après des entrées nettes de 11,4 milliards d'euros en 2001). En stock, le reste du monde retrouve une position débitrice de 5,5 milliards d'euros, après une position créditrice temporaire en 2001.

3. Titres de créances négociables : les émissions de l'État remplacent celles des sociétés

Dans un contexte de baisse des taux longs, les titres de créance négociables (TCN) à moins d'un an sont peu utilisés. Les sociétés non financières remboursent autant de billets de trésorerie qu'elles en émettent. Les établissements de crédit continuent d'émettre des montants très élevés de TCN (40,8 milliards d'euros, après 36,5 milliards), mais pour les deux tiers sous forme d'*Euro medium term notes* (EMTN), d'échéance supérieure à un an, au détriment des certificats de dépôt. L'État émet des montants exceptionnels de bons du Trésor à taux fixe (BTF) d'échéance inférieure ou égale à un an et de bons à taux annuel normalisé (BTAN) d'échéance deux ou cinq ans (au total, 28,6 milliards d'euros, après 13,7 milliards) : les prévisions budgétaires de fin novembre faisant craindre un déficit de trésorerie en fin d'année, l'État a émis, en décembre, 16 milliards d'euros de BTF.

Parmi les investisseurs résidents, les OPCVM monétaires restent les principaux acquéreurs de TCN. Comme ils ne présentent aucun risque de perte en capital, leurs titres bénéficient, en 2002, d'une demande soutenue (45,3 milliards d'euros, après 43,0 milliards). Ils accroissent en conséquence leurs acquisitions de titres à court terme (37,0 milliards d'euros, après 35,2 milliards). Les non-résidents, également très présents sur ce segment, procèdent à des acquisitions nettes de 44 milliards d'euros, inférieures de 10,7 milliards à celles de 2001, du fait, notamment, de moindres achats nets de bons du Trésor (9 milliards, contre 19 milliards). Comme en 2001, ce marché suscite des entrées nettes de capitaux pour 23,3 milliards d'euros, après 25 milliards. L'excédent des avoirs sur les engagements en TCN vis-à-vis du reste du monde s'amenuise donc (4,4 milliards d'euros, après 28,4 milliards).

4. Les prêts immobiliers soutiennent la croissance du crédit bancaire

La croissance du crédit bancaire se poursuit au même rythme que l'année précédente (+ 3,1 % en glissement annuel, après + 3,0 % en 2001), inférieur de moitié à celui de 2000 (+ 6,4 %). Les évolutions sont très contrastées par secteurs et par échéances.

Évolution des crédits à l'économie

	(glissement annuel des encours, en %)		
	2000	2001	2002
Total des crédits à l'économie	6,4	3,0	3,1
dont :			
Crédits aux sociétés non financières	7,9	2,1	0,9
<i>Court terme</i>	19,5	- 10,7	- 9,9
<i>Long terme</i>	4,1	6,8	4,2
Crédits aux ménages	6,0	5,6	6,6
<i>Court terme</i>	24,1	4,8	3,5
<i>Long terme</i>	5,2	5,7	6,8
Crédits aux administrations publiques	3,2	- 1,6	- 24,9
<i>Court terme</i>	- 9,4	- 57,0	68,2
<i>Long terme</i>	- 0,2	- 0,6	- 1,6

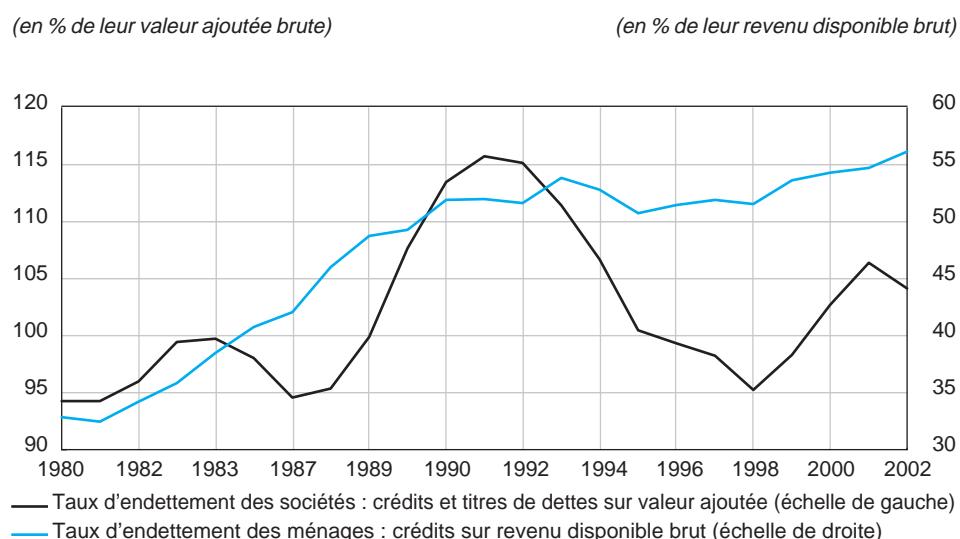
Source : Comptes nationaux – Banque de France – DESM – SESOF

Si l'encours de crédit à court terme aux ménages augmente plus modérément qu'en 2001 (+ 3,5 %, après + 4,8 %), le crédit à long terme, essentiellement les prêts à l'habitat, constitue le véritable moteur de la croissance des crédits. La hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible (+ 1,9 %) et la baisse des taux d'intérêt (- 1,41 point, depuis décembre 2000, pour les prêts immobiliers à taux variable), favorisent les acquisitions de logements, neufs ou anciens. La hausse continue des prix de l'immobilier contrastant avec les fortes incertitudes pesant sur les marchés boursiers en fait un investissement attractif ; elle augmente, en outre, les montants empruntés. Les encours de crédit s'accroissent plus rapidement que le revenu disponible brut, le taux d'endettement des ménages augmente plus significativement qu'au cours des deux années précédentes. Il passe de 54,7 % à 56,2 %.

L'épargne brute des sociétés non financières se situe sensiblement au même montant qu'en 2001, mais, comme elles réduisent leur formation brute de capital fixe et leurs stocks, leur demande de crédit bancaire s'affaiblit. De surcroît, les interrogations sur la sincérité des comptes des entreprises a pu, dans certains cas, conduire les banques à durcir les conditions d'octroi des prêts (augmentation des primes de risques, exigence accrue de collatéraux notamment). L'encours des crédits de moins d'un an de durée initiale subit une nouvelle chute (- 9,9 %, après - 10,7 %), faisant suite à sa très forte progression en 2000. Il joue ainsi nettement un rôle d'ajustement conjoncturel. En revanche, pour les crédits à long terme aux sociétés non financières, la croissance ralentit, mais reste significative (+ 4,2 %, après + 6,8 %), les taux de ces crédits passant en dessous des taux obligataires pendant les premiers mois de l'année. Les sociétés non financières

réduisant leurs investissements, leur taux d'autofinancement s'améliore (83,9 %, après 82,0 %), tout en restant en deçà des niveaux prévalant dans les années quatre-vingt-dix. Au total, bien que la progression de leur valeur ajoutée soit moins forte, leur taux d'endettement baisse, passant de 106,4 % fin 2001, à 104,1 % fin 2002.

Endettement des sociétés hors actions et endettement bancaire des ménages



Source : Comptes nationaux – Banque de France – DESM – SESOF

Globalement, les administrations publiques continuent de réduire leur endettement auprès des banques. Toutefois, les administrations de sécurité sociale souscrivent des montants élevés de crédits à court terme (+ 3,4 milliards d'euros) pour faire face à leur besoin de financement (4,4 milliards).

5. Maintien d'un flux de placements longs et peu risqués

Les sociétés non financières, maintenant leurs investissements en parts de capital en dépit d'émissions plus faibles, disposent de montants limités pour les placements strictement financiers (31,9 milliards d'euros, après 53,7 milliards). Ces sommes sont investies essentiellement sous forme de titres d'OPCVM, monétaires (17,4 milliards d'euros, après 16,4 milliards) ou non monétaires (13,0 milliards, après 0,9 milliard) et de TCN (5,0 milliards, après 0,7 milliard). À l'inverse, les sommes placées en dépôts à vue régressent nettement (- 5,2 milliards d'euros, après 16,5 milliards), de même que celles placées à terme (- 3,8 milliards, après 5,9 milliards).

Le taux d'épargne financière des ménages continue d'augmenter, atteignant 7,9 %, après 7,2 %. Leur principal flux de placements demeure l'assurance-vie (59,2 milliards d'euros, après 58,6 milliards), dans ses formules les moins risquées.

Les plans d'épargne logement — qui produisent toute l'année un rendement proche du taux interbancaire (TMM), sans risque et sans coût de transaction — et les plans d'épargne populaire connaissent un regain de faveur : 5,7 milliards d'euros, après - 1,9 milliard. Les comptes sur livret (24,3 milliards d'euros, après 19,9 milliards) bénéficient également d'une structure de taux d'intérêt favorable : après la baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) de fin 2002, le taux du livret A devient supérieur au taux interbancaire. Par ailleurs, les ménages n'acquièrent pas d'actions cotées, mais procèdent à de nouveaux achats de parts de capital dans les entreprises non cotées (14,7 milliards d'euros, après 4,8 milliards). Leurs dépôts à vue baissent de 3,9 milliards d'euros, alors qu'ils avaient été fortement gonflés (+ 16,6 milliards) l'année précédente par la déthésaurisation des encaisses de billets en francs (- 6,4 milliards sur 2001). En 2002, les ménages français reconstituent partiellement leur détention de billets, l'accroissant d'une fin d'année à l'autre de 5,6 milliards d'euros.

Principaux éléments financiers sur les sociétés et les ménages

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002
Total des flux de financement des sociétés non financières	193,5	159,6	92,1
Total des flux de dettes	74,2	70,9	17,0
<i>Titres de créances négociables et assimilés</i>	28,0	20,9	0,0
<i>Obligations et assimilés</i>	3,3	35,4	2,1
<i>Crédits à court terme des IF aux ANF</i>	22,0	- 16,1	- 9,5
<i>Crédits à long terme des IF aux ANF</i>	20,9	30,6	24,5
Actions et autres participations	119,4	88,7	75,1
Total des flux de placement bancaires et non bancaires des ménages	75,6	112,7	99,6
Monnaie fiduciaire	- 0,2	- 6,4	5,6
Dépôts à vue	8,6	16,6	-3,9
Placements à vue (livrets A, bleus, jeune, livrets d'épargne populaire...)	0,9	19,9	24,3
Placements à échéance (comptes à terme)	6,9	3,3	- 4,2
PEL et PEP bancaires	- 12,5	- 1,9	5,7
Placements en assurance-vie	68,6	58,6	59,2
Obligations	- 5,2	4,3	- 1,6
OPCVM de court terme	- 3,0	6,3	2,6
OPCVM de long terme	16,4	6,7	- 2,5
Actions et autres participations	- 4,8	5,3	14,4

Source : Comptes nationaux – Banque de France – DESM – SESOF

Résumé d'étude

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

Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2003

Sur la base des résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, la valeur des titres déposés sur des comptes PEA (plans d'épargne en actions) s'établissait, à fin mars 2003, à 66,76 milliards d'euros. L'encours a diminué de 8,4 % d'une fin de trimestre à l'autre, essentiellement en raison de l'évolution des prix des actifs boursiers. Par rapport à son plus haut niveau, atteint fin septembre 2000, la baisse de l'encours s'est établie à - 36 %.

Au cours de ce trimestre, les détenteurs de PEA ont procédé à des acquisitions nettes d'actions pour environ 400 millions d'euros, compensées par des cessions nettes de titres d'OPCVM pour un montant sensiblement équivalent.

Le nombre de PEA ouverts à fin mars 2003 s'élevait à 7,38 millions, relativement stable comparé au trimestre précédent (+ 0,1 %), après le fort ralentissement observé en 2002 (+ 3,4 %, après + 11,5 % en 2001).

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (64,8 %) et actions (35,2 %) est quasiment inchangée par rapport au trimestre précédent.

Marie-Christine BERGÉ
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières

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

Banque de France

DR n° 2081 du 16 avril 2003 : pensions

DR n° 2082 du 28 avril 2003 : organisation de la Caisse générale

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

- en mars 2003
- au premier trimestre 2003

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

- en mars 2003
- additifs aux décisions de retrait d'agrément prises au cours des mois de janvier et février 2003

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement

- habilités à exercer en France
- au premier trimestre 2003

Commission bancaire

Instruction n° 2003-01 du 20 mai 2003 relative au calcul des cotisations aux mécanismes de garantie des dépôts, des titres et des cautions

Instruction n° 2003-02 du 20 mai 2003 modifiant l'instruction n° 93-01 du 29 janvier 1993 relative à la transmission à la Commission bancaire de comptes annuels, de documents prudentiels ainsi que d'informations diverses

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
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM		
résidant en France	15	S19
Dépôts à vue	16	S20
Comptes sur livrets	17	S20
Dépôts à terme (DAT)	18	S21
Crédits des institutions financières monétaires	19	S22
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	20	S23
Crédits des établissements de crédit aux ménages	21	S23
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	22	S24
Endettement des administrations publiques sur les marchés	23	S24
Endettement intérieur total (EIT)	24	S25
Rémunération des dépôts	25	S27
Coût du crédit	26	S27
Taux des crédits et seuils de l'usure	27	S28
Émissions obligataires	28	S29
Émissions de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	29	S32
Émissions de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	S33
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	31	S34
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	S35
Émissions de bons du Trésor	33	S36
Titres d'OPCVM	34	S37
Système de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	S38

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

	(en %)																		
	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle				En glissement annuel											
	2000	2001	2002	2001	2002	T4	T1	T2	T3	T4	2003	2001	2002	T1	T2	T3	T4	2003	T1
France	4,2	2,1	1,2	- 0,3	0,7	0,5	0,3	- 0,1		0,7	0,8	1,4	1,2	1,5					
Allemagne	2,9	0,6	0,2	- 0,3	0,3	0,2	0,3	0,0		- 0,1	- 1,2	0,4	1,0	0,5					
Autriche	3,7	0,6	1,1	0,0	0,8	0,5	0,1	- 0,1		- 0,4	0,3	1,3	1,4	1,3					
Belgique	3,7	0,8	0,7	- 0,5	0,5	0,4	0,5	0,3		- 0,8	- 0,4	0,4	0,9	1,7					
Espagne	4,2	2,7	2,0	0,1	0,5	0,5	0,8	0,3		2,3	2,0	2,0	1,8	2,1					
Finlande	5,5	0,6	1,6	0,1	- 0,3	1,8	0,5	0,7		- 0,5	- 1,2	2,9	2,1	2,8					
Grèce	4,2	4,1	4,0	0,0	2,0	0,3	1,3	- 0,3		3,7	4,5	4,2	3,7	3,4					
Irlande	10,0	5,7								1,1	4,7	6,6	6,9						
Italie	3,1	1,8	0,4	- 0,1	0,0	0,2	0,3	0,4		0,7	0,0	0,1	0,4	1,0					
Luxembourg	8,9	1,0																	
Pays-Bas	3,3	1,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	- 0,1		0,3	0,1	0,1	0,4	0,4					
Portugal	3,7	1,6	0,5	0,5	0,5	1,7	- 2,7	- 0,8		1,0	1,3	1,9	0,0	- 1,3					
Zone euro	3,5	1,4	0,8	- 0,2	0,4	0,4	0,3	0,1		0,5	0,4	0,7	0,9	1,3					
Danemark	2,9	1,4	1,6	0,1	0,0	1,8	- 0,9	0,1		0,9	1,3	3,1	1,0	1,0					
Royaume-Uni	3,1	2,1	1,8	0,4	0,1	0,6	1,1	0,4	0,2	1,9	1,2	1,6	2,2	2,2					2,3
Suède	4,5	1,4	1,8	0,7	0,5	0,6	0,3	0,3		1,0	1,4	2,1	2,1	1,7					
Union européenne	3,5	1,5	1,0	- 0,1	0,4	0,4	0,4	0,2		0,7	0,5	0,9	1,1	1,4					
États-Unis	3,8	0,3	2,4	0,7	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,1	1,4	2,2	3,3	2,9	2,1				
Japon	2,8	0,4	0,3	- 0,6	0,1	1,4	0,8	0,5	- 2,4	- 2,8	- 0,2	1,7	2,8						

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 et les Pays-Bas, 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 mai 2003
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

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

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

Sources : Données nationales, Eurostat

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

Tableau 3
Taux de chômage

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

(a) Données brutes

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

Réalisé le 5 mai 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	87,70
2002	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,50	91,00
2001	Avril	110,30	96,00	108,20	92,70	131,60	87,70
	Mai	110,30	96,30	107,90	92,80	130,50	87,10
	Juin	110,30	96,10	107,90	92,60	129,70	86,50
	Juillet	110,30	95,90	107,90	92,50	130,40	86,80
	Août	110,30	95,90	108,30	92,80	132,10	87,90
	Septembre	110,30	95,90	108,30	92,80	132,50	88,10
	Octobre	110,30	96,10	108,30	93,00	132,70	88,30
	Novembre	110,30	95,90	108,20	92,60	131,70	87,50
	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	132,10	87,70
	Janvier	110,30	95,80	108,10	92,60	132,10	87,80
	Février	110,30	95,60	107,90	92,30	131,60	87,30
	Mars	110,30	95,70	108,00	92,40	131,80	87,50
2002	Avril	110,30	95,80	108,00	92,40	132,10	87,70
	Mai	110,30	95,70	108,30	92,60	133,30	88,40
	Juin	110,30	95,70	108,70	93,00	135,00	89,50
	Juillet	110,30	95,70	108,60	92,90	136,10	90,20
	Août	110,30	95,80	108,50	92,90	135,80	90,00
	Septembre	110,30	95,80	108,40	92,70	136,00	90,10
	Octobre	110,30	95,80	108,30	92,70	136,30	90,30
	Novembre	110,30	95,90	108,50	92,90	136,80	90,60
	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,50	91,00
	Janvier	110,30	95,70	109,00	93,20	139,10	92,00
	Février	110,30	95,90	109,20	93,60	139,90	92,80
	Mars	110,30	96,00	109,60	94,00	140,40	93,20
2003	Avril	110,30	96,20	109,70	94,20	140,60	93,40

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 2 mai 2003
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Novembre 2002		Décembre 2002		Janvier 2003		Février 2003		Mars 2003		Avril 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	3,390	3,287	3,450	3,066	2,885	2,789	2,800	2,754	2,675	2,724	2,640	2,559
À 1 mois	3,085	3,184	2,870	2,957	2,790	2,836	2,620	2,761	2,555	2,577	2,550	2,555
À 3 mois	2,905	3,077	2,840	2,911	2,805	2,812	2,540	2,669	2,540	2,512	2,525	2,500
À 6 mois	2,970	2,992	2,770	2,852	2,725	2,726	2,420	2,552	2,400	2,429	2,440	2,445
À 1 an	2,985	2,971	2,730	2,840	2,590	2,664	2,385	2,483	2,350	2,394	2,410	2,432
Dollar												
Au jour le jour	1,330	1,353	1,380	1,283	1,270	1,265	1,290	1,259	1,300	1,263	1,310	1,282
À 1 mois	1,390	1,366	1,290	1,340	1,270	1,285	1,270	1,273	1,260	1,246	1,260	1,264
À 3 mois	1,370	1,400	1,310	1,347	1,280	1,302	1,270	1,273	1,200	1,217	1,240	1,241
À 6 mois	1,400	1,403	1,310	1,363	1,280	1,306	1,270	1,274	1,160	1,191	1,220	1,217
À 1 an	1,660	1,575	1,390	1,515	1,370	1,415	1,320	1,345	1,200	1,262	1,290	1,296
Livre sterling												
Au jour le jour	3,880	3,663	4,125	4,106	4,110	3,761	3,700	3,698	3,835	3,780	3,525	3,587
À 1 mois	3,910	3,889	3,920	3,925	3,910	3,921	3,650	3,712	3,610	3,637	3,555	3,615
À 3 mois	3,930	3,916	3,890	3,959	3,935	3,927	3,620	3,707	3,580	3,592	3,555	3,606
À 6 mois	4,070	3,945	3,915	3,961	3,750	3,900	3,540	3,646	3,530	3,543	3,505	3,535
À 1 an	4,230	4,044	3,890	4,049	3,835	3,919	3,460	3,593	3,495	3,512	3,505	3,544
Yen												
Au jour le jour	0,015	0,000	- 0,035	- 0,012	- 0,015	- 0,020	- 0,015	- 0,012	0,105	- 0,016	- 0,025	- 0,020
À 1 mois	- 0,030	- 0,009	0,060	0,016	- 0,015	- 0,008	- 0,015	- 0,028	- 0,015	- 0,004	- 0,015	- 0,008
À 3 mois	0,010	0,001	- 0,035	0,007	- 0,015	- 0,013	0,015	- 0,006	- 0,015	0,011	0,015	0,025
À 6 mois	0,040	0,033	0,025	0,020	0,025	0,022	0,015	0,016	0,015	0,028	0,015	0,039
À 1 an	0,120	0,114	0,090	0,089	0,090	0,089	0,090	0,094	0,090	0,094	0,080	0,108
Franc suisse												
Au jour le jour	0,260	0,265	0,125	0,219	0,220	0,230	0,260	0,259	0,060	0,100	0,045	0,037
À 1 mois	0,690	0,640	0,560	0,638	0,560	0,555	0,550	0,546	0,240	0,312	0,230	0,224
À 3 mois	0,680	0,672	0,550	0,621	0,540	0,552	0,530	0,533	0,260	0,313	0,250	0,249
À 6 mois	0,720	0,680	0,560	0,628	0,550	0,559	0,520	0,528	0,270	0,332	0,300	0,291
À 1 an	0,850	0,779	0,590	0,726	0,640	0,650	0,520	0,557	0,410	0,423	0,450	0,447

Source : Banque de France

Réalisé le 5 mai 2003
 DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Mai 2002	Juin 2002	Juillet 2002	Août 2002	Septembre 2002	Octobre 2002
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	8,76	5,73	4,64	6,74	8,60	5,54
Comptes sur livret	8,59	8,55	8,74	8,72	9,29	8,81
Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	11,00	5,50	3,30	5,00	4,40	2,50
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	5,35	5,10	3,95	4,99	4,87	3,83
Endettement intérieur total	6,70	6,58	5,62	4,92	4,17	4,71
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,47	3,46	3,41	3,35	3,31	3,26
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	5,26	5,11	4,96	4,67	4,46	4,55
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	0,92	0,96	0,99	0,98	0,98	0,98
EUR/JPY	115,86	117,80	117,11	116,31	118,38	121,57
EUR/GBP	0,63	0,64	0,64	0,64	0,63	0,63
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,09	0,00	0,00	0,19	0,19	0,19
Variation depuis le début de l'année	1,53	1,53	1,53	1,73	1,92	2,11
Glissement sur 12 mois	1,44	1,44	1,63	1,82	1,82	1,91
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,43	0,00	- 0,17	0,34	- 0,26	0,00
Glissement sur 12 mois	- 0,85	- 1,02	- 2,35	- 2,02	- 1,44	0,00
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	0,06	0,80	0,52	0,18	0,03	- 0,12
Glissement sur 12 mois	7,82	8,11	7,86	7,46	6,68	5,44
Taux de chômage (définition BIT)	8,90	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,62	25,92	26,82	26,57	26,48	26,08
Exportations FAB (NES 1999)	27,65	26,45	28,34	27,67	27,11	26,92
Solde mensuel	1,04	0,53	1,52	1,10	0,63	0,84
Solde cumulé depuis le début de l'année	3,35	3,88	5,40	6,50	7,13	7,98
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 770	5 389	1 924	2 787	2 166	- 1 055
Cumul depuis le début de l'année	10 548	15 937	17 861	20 648	22 814	21 759

(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	1,3	0,5	- 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 mai 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Novembre 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	Février 2003	Mars 2003	Avril 2003
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	7,29	1,11	0,25	0,71		
Comptes sur livret	8,97	8,47	9,28	10,05		
Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	1,60	2,50	1,20			
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,78	3,92	3,18	3,48		
Endettement intérieur total	3,91	4,63	4,61	4,94		
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,12	2,94	2,83	2,69	2,53	2,53
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,54	4,39	4,22	4,01	4,10	
Livret A (fin de mois)	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	
Cours de change (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	1,00	1,02	1,06	1,08	1,08	1,08
EUR/JPY	121,65	124,20	126,12	128,60	128,16	130,12
EUR/GBP	0,64	0,64	0,66	0,67	0,68	0,69
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,00	0,19	0,19	0,65	0,46	
Variation depuis le début de l'année	2,11	2,30	0,19	0,84	1,31	
Glissement sur 12 mois	2,21	2,30	2,00	2,57	2,56	
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	0,86	- 1,71	1,56	0,60		
Glissement sur 12 mois	1,47	- 0,09	1,12	1,99		
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	0,58	0,77	0,74	0,83	1,05	
Glissement sur 12 mois	4,73	4,81	5,34	5,73	5,82	
Taux de chômage définition BIT	9,00	9,10	9,10	9,20	9,30	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,74	25,57	26,03	25,55		
Exportations FAB (NES 1999)	26,91	26,71	26,45	25,92		
Solde mensuel	0,17	1,14	0,42	0,37		
Solde cumulé depuis le début de l'année	8,15	9,29	0,42	0,79		
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	3 695	4 165	4 454	1 522		
Cumul depuis le début de l'année	25 454	29 619	4 454	5 976		

(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	0,5	- 0,3	0,7	0,5	0,3	- 0,1
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 mai 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Situation hebdomadaire de la Banque de France

	(en millions d'euros)								
	28 février 2003	7 mars 2003	14 mars 2003	21 mars 2003	28 mars 2003	4 avril 2003	11 avril 2003	18 avril 2003	25 avril 2003
ACTIF									
1. Avoirs en or	31 783	31 783	31 783	31 783	31 783	29 932	29 932	29 932	29 932
2. Avoirs en devises	23 759	23 735	22 831	23 267	22 655	22 465	22 311	22 751	22 417
3. Relations avec le Fonds monétaire international	6 146	6 109	6 081	6 146	6 081	6 168	6 168	6 121	6 121
3.1. Concours au Fonds monétaire international	5 533	5 496	5 468	5 533	5 468	5 572	5 572	5 525	5 525
3.2. Acquisition de droits de tirage spéciaux	613	613	613	613	613	596	596	596	596
4. Crédances sur des non-résidents de la zone euro	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Concours aux établissements de crédit	9 080	8 726	16 670	10 482	9 738	8 447	8 315	9 037	10 567
5.1. Opérations principales de refinancement	8 588	8 234	16 185	8 590	8 956	7 665	7 557	8 279	9 815
5.2. Opérations de refinancement à plus long terme	459	459	459	1 850	745	745	745	745	745
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	33	33	26	42	37	37	13	13	7
6. Autres concours aux établissements de crédit	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Titres	4 394	4 386	4 512	4 166	4 861	4 863	4 864	4 916	4 858
8. Crédances sur le Trésor public	522	522	522	522	522	523	523	522	522
8.1. Au titre des monnaies divisionnaires	156	156	156	156	156	157	157	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	59 504	50 849	47 036	53 034	54 736	55 361	55 041	60 078	58 408
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	31 594	32 165	32 024	30 774	32 418	33 160	33 166	33 819	33 409
9.4. Autres créances sur l'Eurosystème	18 651	9 425	5 753	13 001	13 059	12 942	12 616	17 000	15 740
10. Divers	10 316	10 273	10 297	10 320	10 409	10 422	10 340	10 687	10 656
11. Comptes de réévaluation	0	0	0	0	0	128	128	128	128
TOTAL	145 504	136 383	139 732	139 720	140 785	138 309	137 622	144 172	143 609

Source : Banque de France

Réalisé le 30 avril 2003

Direction de la Comptabilité – Service de la Comptabilité générale – Tél. 01 42 92 24 52

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

	(en millions d'euros)								
	28 février 2003	7 mars 2003	14 mars 2003	21 mars 2003	28 mars 2003	4 avril 2003	11 avril 2003	18 avril 2003	25 avril 2003
PASSIF									
1. Billets en circulation (a)	66 047	66 938	66 923	65 310	67 269	68 405	68 871	70 281	69 576
2. Engagements envers les établissements de crédit	28 401	18 451	22 640	23 201	23 319	21 856	20 779	24 782	25 552
2.1. Comptes courants	28 401	18 451	22 640	23 171	23 312	21 855	20 774	24 781	25 551
2.2. Facilité de dépôt	0	0	0	30	0	0	0	0	0
2.3. Reprise de liquidité en blanc	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.4. Mises en pension	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.5. Appels de marge reçus	0	0	0	0	7	1	5	1	1
3. Engagements envers les établissements de crédit	15	15	15	15	15	15	15	15	15
4. Engagements envers d'autres résidents	2 128	2 162	2 149	2 292	2 254	2 283	2 269	2 782	2 483
4.1. Compte du Trésor public	93	104	79	298	167	83	97	431	281
4.2. Autres engagements	2 035	2 058	2 070	1 994	2 087	2 200	2 172	2 351	2 202
5. Engagements envers des non-résidents de la zone euro	174	188	237	178	200	244	190	194	198
6. Engagements en devises	1 610	1 607	696	1 123	528	1 171	1 024	1 466	1 129
7. Compte spécial du Trésor public – Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400	1 362	1 362	1 362	1 362
8. Relations au sein de l'Eurosystème	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.1. Billets à ordre contrepartie des certificats de dettes émis par la Banque centrale européenne	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.2. Engagements envers l'Eurosystème au titre des billets en euros en circulation	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.3. Autres engagements envers l'Eurosystème	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9. Divers	6 962	6 855	6 905	8 271	7 033	7 061	7 065	7 243	7 247
10. Comptes de réévaluation	9 883	9 883	9 883	9 883	9 883	7 028	7 028	7 028	7 028
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	6 872	6 872	6 872	6 035	6 872	6 872	6 872	6 872	6 872
13. Capital et réserves	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 513	3 648	3 648	3 648
TOTAL	145 504	136 383	139 732	139 720	140 785	138 309	137 622	144 172	143 609

(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

Réalisé le 30 avril 2003

Direction de la Comptabilité – Service de la Comptabilité générale – Tél. 01 42 92 24 52

Tableau 8
Réserves obligatoires
Assiettes

(en milliards d'euros, données en fin de période)

Assiette de réserves : Base arrêtée fin du mois de :	Assiette	Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %					
		Total		Dépôts (à vue, à terme d'une durée \leq à 2 ans avec préavis)	Autres exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée $>$ à 2 ans avec préavis)	Autres exigibilités (b)			
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France		
		2002	Décembre	11 116,8	1 810,9	6 139,9	1 003,9	409,2	151,8	1 381,9	89,1
2003	Janvier	11 100,8	1 836,7	6 048,5	981,2	426,0	164,2	1 385,7	92,3	3 240,6	599,0
	Février	12 208,6	1 862,5	6 089,5	978,7	433,8	164,0	1 394,5	99,2	3 290,8	620,6
	Mars		1 816,5		982,1		155,6		101,4		577,4

(a) Titres de créances d'une durée \leq à 2 ans avec préavis + instruments du marché monétaire

(b) Titres en pension + titres de créances d'une durée $>$ à 2 ans

Réserves exigées, réserves constituées

(montants en milliards d'euros, taux en %)

Période de constitution prenant fin le :	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération	
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France		
2002	23 décembre	128,8	22,8	129,4	22,9	0,7	0,1	0,0	0,0	3,06
2003	23 janvier	130,9	23,4	131,4	23,5	0,6	0,2	0,0	0,0	2,87
	23 février	130,4	23,1	131,0	23,2	0,6	0,1	0,0	0,0	2,78
	23 mars	128,9	22,9	129,5	23,0	0,6	0,1	0,0	0,0	2,67
	23 avril	129,9 (p)	22,8		23,0		0,2		0,0	2,53

Facteurs de liquidité bancaire

(encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

	Billets en circulation (A)	Réserves nettes de change (B)	Dépôts des administrations publiques (C)	Divers (D)	Total (a)	Concours (net) (E)	Avoirs (F)	
	(A)	(B)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)	
Zone euro								
2002	23 décembre	350,7	371,5	51,7	55,5	- 86,5	216,0	129,5
2003	23 janvier	353,9	360,9	43,7	53,2	- 89,9	221,5	131,6
	23 février	340,7	356,4	50,2	48,0	- 82,5	213,6	131,1
	23 mars (p)	347,8	352,5	59,1	40,6	- 95,0	224,6	129,6
Dont : France								
2002	23 décembre	65,5	61,8	0,2	- 15,8	+ 11,9	11,1	23,0
2003	23 janvier	67,9	59,9	0,2	- 19,8	+ 11,6	12,0	23,6
	23 février	65,6	58,7	0,2	- 19,9	+ 12,8	10,5	23,3
	23 mars	66,2	58,6	0,1	- 19,3	+ 11,6	11,4	23,0
	23 avril	67,8	56,7	0,2	- 25,3	+ 14,0	9,0	23,0

NB : $T = B - A - C - D ; F = T + E$

(a) Les montants affectés d'un signe « - » ont un effet restrictif sur la liquidité, ceux ayant un signe « + » ont un effet expansif.

(p) Chiffre provisoire

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 avril 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)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)
	(en millions d'euros)							
Compte de transactions courantes	25 702	27 456	5 087	4 454	1 522	1 956	9 232	7 932
A. Biens	3 947	10 137	1 451	- 752	185	367	1 005	- 200
Recettes	328 501	323 460	25 954	25 612	25 950	28 179	80 638	79 741
Dépenses	324 554	313 323	24 503	26 364	25 765	27 812	79 633	79 941
Marchandises générales	3 680	10 094	1 512	- 781	172	389	781	- 220
dont : Données douanières FAB-FAB	3 388	9 758	1 597	- 536	217	634	288	315
Total des corrections	292	336	- 85	- 245	- 45	- 245	493	- 535
B. Services	19 922	18 715	1 771	1 245	1 032	1 713	3 413	3 990
Recettes	89 580	91 225	8 176	6 854	6 762	6 944	20 427	20 560
Dépenses	69 658	72 510	6 405	5 609	5 730	5 231	17 014	16 570
Voyages	13 624	13 610	950	800	681	1 033	2 200	2 514
Recettes	33 679	34 190	2 500	2 350	2 178	2 590	6 460	7 118
Dépenses	20 055	20 580	1 550	1 550	1 497	1 557	4 260	4 604
Total « Biens et services »	23 869	28 852	3 222	493	1 217	2 080	4 418	3 790
C. Revenus	18 387	13 604	3 711	672	1 971	1 308	4 576	3 951
Rémunération des salariés	8 190	8 803	735	739	777	733	2 205	2 249
Revenus des investissements	10 197	4 801	2 976	- 67	1 194	575	2 371	1 702
dont : Directs	15 851	14 747	1 737	264	719	1 021	2 759	2 004
De portefeuille	- 3 994	- 7 875	1 273	- 380	662	- 268	164	14
Autres	- 1 660	- 2 071	- 34	49	- 187	- 178	- 552	- 316
D. Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 1 846	3 289	- 1 666	- 1 432	238	191

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 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)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)
Compte de capital	- 330	- 172	- 58	- 131	105	- 7 063	51	- 7 089
Transferts en capital	- 183	- 61	- 52	- 129	108	- 7 061	86	- 7 082
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	- 6	- 2	- 3	- 2	- 35	- 7

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)
Compte de transactions courantes	25 606	28 246	4 829	541	1 412	1 525	5 101	3 478
Biens	3 748	9 216	1 443	262	462	- 40	2 291	684
Marchandises générales	3 623	9 316	1 576	67	438	- 3	1 833	502
Services	19 831	18 600	1 760	1 619	2 078	1 519	4 523	5 216
dont : Voyages	13 644	13 636	1 102	1 184	1 212	1 230	3 211	3 626
Revenus	18 291	14 678	2 411	536	1 353	1 003	3 243	2 892

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10
Balance des paiements : compte financier

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)
<i>(en millions d'euros)</i>								
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 42 224	- 11 732	- 1 530	1 103	- 778	- 5 440	- 13 528	- 5 115
1. Français à l'étranger	- 103 899	- 66 459	- 5 452	- 1 083	- 3 803	- 7 702	- 21 622	- 12 588
Capital social	- 60 873	- 29 253	- 4 068	486	- 1 337	- 1 610	- 9 004	- 2 461
Bénéfices réinvestis	- 7 380	- 7 404	- 617	- 617	- 617	- 617	- 1 851	- 1 851
Autres opérations	- 35 646	- 29 802	- 767	- 952	- 1 849	- 5 475	- 10 767	- 8 276
2. Étrangers en France	61 675	54 727	3 922	2 186	3 025	2 262	8 094	7 473
Capital social	23 086	31 758	3 174	930	1 133	749	6 171	2 812
Bénéfices réinvestis	2 436	2 652	221	221	221	221	663	663
Autres opérations	36 153	20 317	527	1 035	1 671	1 292	1 260	3 998
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	24 004	- 19 447	16 628	- 6 452	- 8 866	- 2 187	- 24 686	- 17 505
1. Avoirs – Titres étrangers	- 95 017	- 84 839	6 932	- 20 633	- 25 915	- 9 627	- 43 689	- 56 175
Actions et titres d'OPCVM	- 21 252	- 18 543	- 1 932	1 989	- 5 523	- 4 609	- 12 629	- 8 143
Obligations et assimilés	- 62 631	- 59 982	2 345	- 11 693	- 10 299	2	- 23 142	- 21 990
Instruments du marché monétaire	- 11 134	- 6 314	6 519	- 10 929	- 10 093	- 5 020	- 7 918	- 26 042
2. Engagements – Titres français	119 021	65 392	9 696	14 181	17 049	7 440	19 003	38 670
Actions et titres d'OPCVM	15 211	- 4 809	1 061	641	- 301	759	- 3 961	1 099
Obligations et assimilés	95 647	66 764	5 055	13 821	15 435	9 014	16 810	38 270
dont : OAT	21 284	19 567	295	4 384	2 080	5 212	8 022	11 676
BTAN	9 937	3 230	- 185	- 1 655	2 565	2 783	- 576	3 693
Instruments du marché monétaire	8 163	3 437	3 580	- 281	1 915	- 2 333	6 154	- 699
dont : BTF	4 891	6 509	2 746	1 672	1 932	- 952	3 990	2 652
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	36 112	29 306	2 856	4 401	6 577	7 043	11 436	18 021
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	2 784	5 531	97	693	283	- 958	509	18
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 23 427	- 8 851	- 28 562	- 7 700	12 712	14 308	33 150	19 320
1. Avoirs	- 65 463	- 34 370	568	- 17 958	- 18 866	35 678	11 997	- 1 146
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 975	- 212	- 246	- 201	- 210	1 080	- 657
Prêts	- 66 176	- 33 366	783	- 17 712	- 18 665	35 888	10 917	- 489
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	- 16 649	3 650	2 629	3 633	4 483	9 912
Administrations publiques	171	1 008	- 484	621	- 2 892	- 3 878	- 258	- 6 149
Institutions financières monétaires (c)	- 51 478	- 32 689	22 891	- 17 226	- 12 643	30 875	22 750	1 006
Autres secteurs (d)	- 567	2 642	- 4 975	- 4 757	- 5 759	5 258	- 16 058	- 5 258
Autres avoirs	- 31	- 29	- 3	0	0	0	0	0
2. Engagements	42 036	25 519	- 29 130	10 258	31 578	- 21 370	21 153	20 466
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 2 078	- 431	41	71	84	- 2 069	196
Prêts	42 836	27 597	- 28 699	10 217	31 507	- 21 454	23 222	20 270
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	- 607	659	- 139	- 810	664	- 290
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	1 305	- 1 291	- 607	659	- 139	- 810	664	- 290
Administrations publiques	1 577	165	- 46	- 1 990	63	- 570	- 1 938	- 2 497
Institutions financières monétaires (c)	45 984	29 570	- 26 985	12 151	25 356	- 18 754	9 185	18 753
Autres secteurs (d)	- 6 030	- 847	- 1 061	- 603	6 227	- 1 320	15 311	4 304

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

(c) Cf. répartition long terme - court terme dans le tableau complémentaire ci-après

(d) Autres secteurs = entreprises, ménages, assurances...

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2003
 Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 10 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)	(en millions d'euros)
Avoirs de réserve	5 763	4 201	838	781	- 694	778	2 019	865	
Or	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 1	- 1	- 17	- 1	- 22	- 19	
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	- 137	8	16	59	- 82	83	
Devises étrangères	7 016	4 895	976	774	- 693	720	2 123	801	
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0	
Compte financier	- 33 100	- 30 298	- 12 529	- 11 575	2 657	6 501	- 2 536	- 2 417	

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 provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Décembre 2002 (a)	Janvier 2003 (b)	Février 2003 (b)	Mars 2003 (b)	3 mois 2002 (a)	3 mois 2003 (b)	(en millions d'euros)
Total	- 5 494	- 3 119	- 4 094	- 5 075	12 713	12 121	31 935	19 759	
1. Avoirs	- 51 478	- 32 689	22 891	- 17 226	- 12 643	30 875	22 750	1 006	
Long terme	- 9 349	- 11 958	- 6 501	- 4 841	- 3 309	- 1 414	628	- 9 564	
– Euros	- 5 830	- 9 598	- 4 798	- 2 928	- 3 295	- 1 738	451	- 7 961	
– Devises	- 3 519	- 2 360	- 1 703	- 1 913	- 14	324	177	- 1 603	
Court terme	- 42 129	- 20 731	29 392	- 12 385	- 9 334	32 289	22 122	10 570	
– Euros	- 35 846	- 33 626	35 829	- 19 528	- 10 871	34 950	- 3 140	4 551	
– Devises	- 6 283	12 895	- 6 437	7 143	1 537	- 2 661	25 262	6 019	
2. Engagements	45 984	29 570	- 26 985	12 151	25 356	- 18 754	9 185	18 753	
Long terme	1 811	23 725	10 431	- 248	8 197	1 447	2 120	9 396	
– Euros	4 991	14 690	6 031	- 2 260	5 498	- 1 128	1 895	2 110	
– Devises	- 3 180	9 035	4 400	2 012	2 699	2 575	225	7 286	
Court terme	44 173	5 845	- 37 416	12 399	17 159	- 20 201	7 065	9 357	
– Euros	22 474	29 323	- 48 122	19 333	17 593	- 20 740	20 285	16 186	
– Devises	21 699	- 23 478	10 706	- 6 934	- 434	539	- 13 220	- 6 829	

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Méthodologie (tableaux 11 à 26)

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 déterminée.

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	Mars 2002	Décembre 2002	Mars 2003
ACTIF						
Territoire national	52,9	33,4	20,4	17,1	19,7	18,2
Crédits	50,6	30,7	17,7	14,3	17,0	13,3
IFM	48,4	29,0	16,4	13,0	16,1	12,5
APU	1,7	1,4	1,0	1,0	0,6	0,5
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	4,8
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
APU	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	4,8
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	25,0	33,8	24,2
Reste du monde	34,3	34,5	29,7	27,8	21,5	20,2
Avoirs en or	28,2	28,5	30,6	33,8	31,8	29,9
Non ventilés par zone géographique (a)	20,7	18,2	19,1	38,4	47,7	46,0
TOTAL	153,5	128,9	129,1	142,0	154,6	138,5

(a) Classement de l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002 dans « Non ventilés par zone géographique »

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Mars 2002	Décembre 2002	Mars 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	27,0	30,9	32,8	28,6	36,2	27,3
IFM	24,4	28,1	29,5	26,5	34,6	26,4
Administration centrale	1,1	2,0	2,5	1,2	0,8	0,1
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,8	0,8	0,9	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	4,3	1,8	1,9
Non ventilés par zones géographiques	91,9	97,0	92,6	109,1	116,6	109,3
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,3	49,2	34,6	59,2	74,2	69,0
<i>Titres de créance émis</i>	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>Capital et réserves</i>	34,2	38,2	42,5	45,3	38,4	36,3
Autres	8,4	9,6	15,6	4,5	4,0	4,0
TOTAL	153,5	128,9	129,1	142,0	154,6	138,5

(a) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables spécifiques qui ont été adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 12

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

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Mars 2002	Décembre 2002	Mars 2003
ACTIF						
Territoire national	2 491,0	2 560,6	2 753,7	2 846,4	2 879,1	2 904,5
Crédits	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 186,1	2 210,9	2 220,2
IFM	853,9	837,2	906,3	935,6	957,2	939,8
APU	119,9	120,8	118,3	115,8	126,0	130,4
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 134,7	1 127,7	1 150,0
<i>Titres autres que des actions</i>	406,2	368,9	407,0	426,7	417,3	437,1
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,6	105,7	117,1	127,3
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	52,7	53,0	53,2
APU	192,5	147,2	151,3	159,2	151,5	158,3
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	109,0	95,7	98,3
Titres d'OPCVM monétaires	12,0	22,1	35,5	42,4	58,9	62,0
<i>Actions et autres participations</i>	157,2	166,3	183,5	191,2	192,0	185,2
Autres États de la zone euro	314,3	313,5	349,4	383,4	406,1	429,5
Reste du monde	425,9	467,9	507,0	488,5	511,4	515,2
Non ventilés par zone géographique	372,4	394,6	440,2	389,2	370,5	377,5
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 107,5	4 167,1	4 226,8

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Mars 2002	Décembre 2002	Mars 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 769,5	1 754,8	1 838,8	1 869,3	1 923,8	1 937,8
IFM	884,5	847,4	868,0	915,0	931,8	931,2
<i>Administration centrale</i>	9,8	5,6	4,4	2,9	11,8	24,1
<i>Autres secteurs</i>	875,2	901,7	966,4	951,4	980,2	982,5
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	276,9	291,2	270,7
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	64,7	60,9	58,1
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	277,7	281,1	289,8
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	302,2	319,2	334,7
Pensions	20,9	26,5	30,7	29,9	27,8	29,1
Dépôts – Autres États de la zone euro	172,2	161,4	173,7	182,1	186,8	197,2
IFM	150,2	139,0	149,4	157,6	162,8	166,6
<i>Autres secteurs</i>	22,0	22,4	24,2	24,5	24,0	30,6
Dépôts – Reste du monde	328,3	410,5	450,3	454,5	440,2	445,3
Non ventilés par zones géographiques	1 333,5	1 410,0	1 587,7	1 601,7	1 616,3	1 646,5
<i>Titres de créances émis ≤ 2 ans</i>	156,6	163,8	197,1	206,9	207,0	216,8
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	360,6	350,6	359,6
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	181,7	213,3	258,6	283,7	303,8	327,6
<i>Capital et réserves</i>	245,0	249,3	270,5	277,2	277,4	279,7
Autres	428,0	445,1	504,5	473,2	477,4	462,8
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 107,5	4 167,1	4 226,8

NB : Depuis mars 2003 (Bulletin n° 111), 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 6 mai 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 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	78,6	0,0	0,0	78,6	9,5
Février	79,6	0,0	0,0	79,6	10,5
Mars	80,6	0,0	0,0	80,6	10,2

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 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	4,6	7,6
2001	Décembre	12,8	11,0	9,5	9,4	10,6	9,8
2002	Mars	12,4	8,9	9,0	7,8	9,6	7,0
	Avril	12,2	8,8	8,7	8,8	9,3	8,3
	Mai	11,0	8,1	8,7	7,9	9,3	8,4
	Juin	11,3	5,9	8,3	6,1	8,6	5,6
	Juillet	10,4	4,3	7,7	5,1	8,0	4,2
	Août	10,5	6,8	7,6	6,0	7,9	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	5,7	- 0,0	4,8	3,6	5,8	3,3
	Février	5,9	1,2	5,3	4,3	6,2	3,4
	Mars	8,0	1,7	6,0	4,9	6,3	3,7

(a) La « contribution française » aux agrégats de la zone euro, selon la définition harmonisée arrêtée par l'Eurosystème, mesure les engagements monétaires des Instituts financiers et monétaires (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 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 15
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	4,2	7,2	9,5	9,6
2001	Décembre	5,1	5,7	6,1	6,7	7,6	7,9	6,0	6,0
2002	Mars	6,3	4,9	6,4	5,7	7,3	5,6	5,5	6,0
	Avril	6,6	4,9	6,4	6,7	7,2	6,8	5,5	5,9
	Mai	6,4	5,2	6,7	6,3	7,5	7,2	5,8	5,4
	Juin	7,3	3,8	6,6	4,9	7,2	4,7	5,4	5,2
	Juillet	7,3	3,2	6,4	4,5	6,9	3,8	5,1	4,2
	Août	8,0	5,8	6,6	5,4	7,1	5,7	5,4	5,1
	Septembre	8,0	8,2	6,4	7,1	7,0	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	4,7	4,1
2003	Janvier	9,1	3,5	6,5	5,2	7,1	4,5	4,9	3,7
	Février	9,9	5,4	7,2	6,2	7,8	4,8	5,0	4,0
	Mars	11,5	5,8	7,7	6,8	7,7	5,1	4,5	3,5

(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 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 16
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	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	185,4	107,3	53,1	345,7	9,8	355,5	0,3	
	Février	180,2	104,5	53,3	338,0	10,3	348,4	0,7	
	Mars	182,9	107,0	53,8	343,6	8,4	352,0	1,2	

(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 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17
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	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	110,3	14,9	33,3	41,3	49,9	5,5	65,0	319,2	8,5
2003	Janvier	112,9	15,1	34,0	42,2	50,3	5,4	69,6	329,7	9,3
	Février	113,0	15,1	34,1	42,4	50,5	5,4	70,9	332,0	10,1
	Mars	113,2	15,1	34,3	42,5	50,6	5,4	73,0	334,7	10,8

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 18
Dépôts à terme
 ≤ 2 ans

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)								
	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	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 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	29,2	23,7	0,3	53,2	5,1	58,3	- 3,3	
Février	27,2	23,8	0,5	51,4	5,9	57,7	- 7,2	
Mars	25,9	24,4	1,1	51,4	5,0	58,1	- 9,2	

> 2 ans

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)									
	Ménages et assimilés	Sociétés	Administrations	Total	Autres		Total		
	PEL	PEP	non	publiques	ANF	agents	Encours	Taux de	
			financières	hors	hors	(c)		croissance	
				administrations	administrations			annuel	
				centrales	centrales (b)				
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 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	207,7	48,0	17,3	5,1	0,0	278,3	6,2	286,0	1,1
Février	207,9	47,7	17,0	5,1	0,1	277,8	12,8	289,4	3,0
Mars	207,9	47,3	17,0	5,5	0,1	277,8	12,8	289,8	3,8

(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 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 19

Crédits des institutions financières monétaires

Répartition par réseaux distributeurs

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		Métropole + Monaco		Autres institutions financières monétaires		Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	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	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	944,8	100,0	189,1	16,4	1 250,3	3,0
	Février	952,1	101,5	191,3	13,9	1 258,8	3,4
	Mars	968,5	106,3	191,3	15,1	1 281,2	4,0

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérents de la Fédération bancaire française. Les données correspondant aux catégories « Banques » et « Caisse nationale d'épargne » ont été révisées suite au reclassement du réseau des caisses d'épargne au sein des « Banques », en application de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

(b) Institutions financières spécialisées et sociétés financières (ISF)

(c) Banque de France, OPCVM monétaires et institutions financières monétaires sises outre-mer

Répartition par secteurs bénéficiaires

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		Secteur privé		Administrations publiques		Total	
		Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
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	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	1 130,3	3,2	120,1	1,8	1 250,3	3,0
	Février	1 136,2	3,4	122,6	2,8	1 258,8	3,4
	Mars	1 150,3	3,1	130,9	12,4	1 281,2	4,0

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

Répartition par objets de financement

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)				
		Investissement	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
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	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	201,7	161,0	166,4	529,1	3,0
	Février	201,9	159,3	165,1	526,3	3,2
	Mars	203,0	159,4	169,7	532,1	2,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 21

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)				
		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
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	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
	Février	354,6	106,5	84,3	545,4	7,3
	Mars	356,1	107,3	84,0	547,5	7,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 22
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>					
		<i>≤ 1 an</i>	<i>> 1 an</i>	Total	Taux de croissance annuel
		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	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	248,4	293,6	2,2
	Février	44,5	253,1	297,6	1,4
	Mars	47,6	257,3	304,9	3,6

Source : Banque de France

Réalisé le 2 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23
Endettement des administrations publiques sur les marchés

<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>					
		<i>≤ 1 an</i>	<i>> 1 an</i>	Total	Taux de croissance annuel
		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	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
	Février	93,3	673,9	767,2	9,6
	Mars	93,2	686,3	779,4	10,2

Source : Banque de France

Réalisé le 2 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24
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	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	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	1 087,1	915,1	2 556,8	4,6
	Février	561,2	1 089,6	935,3	2 586,0	5,3
	Mars	563,2	1 106,1	959,6	2 628,8	6,3

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 mai 2003
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

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

	Encours Mars 2003	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Mars 2003
Endettement intérieur total	2 628,8	7,2	4,6	5,3	6,3
Ménages et assimilés (a)	563,2	5,8	6,8	7,0	6,9
≤ 1 an	31,0	6,1	1,6	8,2	13,5
> 1 an	532,2	5,8	7,1	7,0	6,5
Sociétés non financières	1 106,1	10,3	1,2	1,9	2,5
≤ 1 an	370,0	3,0	- 4,9	- 5,4	- 8,1
> 1 an	736,1	14,8	4,6	6,0	8,8
Administrations publiques	959,6	4,3	7,6	8,4	10,7
≤ 1 an	161,8	7,7	43,3	43,6	38,0
> 1 an	797,8	3,8	2,5	3,3	6,5
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 267,1	3,7	4,1	3,7	4,7
Ménages et assimilés (a)	563,2	5,8	6,8	7,0	6,9
≤ 1 an	31,0	6,1	1,6	8,2	13,5
> 1 an	532,2	5,8	7,1	7,0	6,5
Sociétés non financières	565,6	3,4	1,3	1,0	0,6
≤ 1 an	124,6	- 6,2	- 4,6	- 7,1	- 13,1
> 1 an	441,0	6,9	3,2	3,8	5,2
Administrations publiques	138,3	- 2,7	5,2	2,0	14,4
≤ 1 an	26,8	- 15,7	78,6	51,2	72,7
> 1 an	111,5	- 0,9	- 3,3	- 4,7	5,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	235,6	13,4	2,3	3,6	1,3
Financements de marchés	1 084,4	10,5	6,0	7,4	9,4
Sociétés non financières	304,9	23,4	0,3	1,4	3,6
≤ 1 an	47,6	- 1,1	- 24,9	- 25,4	- 20,8
> 1 an	257,3	31,2	6,4	9,0	14,5
Administrations publiques	779,4	5,8	8,4	9,6	10,2
≤ 1 an	93,2	21,6	68,1	66,7	47,1
> 1 an	686,3	4,7	3,5	4,7	6,6
Financement monétaire du Trésor public	41,8	1,3	1,1	7,7	9,0

(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 2 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 25
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	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
	Février	3,00	3,06	2,69	4,15
	Mars	3,00	3,06	2,53	4,25

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26
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	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	4,54
2003	Janvier	8,86	5,69	4,32
	Février	8,86	5,69	4,32
	Mars	8,86	5,69	4,32

Source : Banque de France

Réalisé le 6 mai 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 27
Taux des crédits et seuils de l'usure

	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2003	Taux effectif pratiqué au 1 ^{er} trimestre 2003	(en %)	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2003
Crédits aux particuliers				
<i>Crédits immobiliers</i>				
Prêts à taux fixe	7,93	5,69	7,59	
Prêts à taux variable	7,39	5,28	7,04	
Prêts relais	7,96	5,82	7,76	
Crédits de trésorerie (a)				
Prêts d'un montant \leq à 1 524 euros	22,08	16,34	21,79	
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	17,64	13,14	17,52	
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	10,80	7,97	10,63	
Crédits aux entreprises				
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	9,71	6,97	9,29	
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	7,52	5,40	7,20	
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	8,19	5,76	7,68	
Découverts en compte (b)	11,79	8,66	11,55	
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	10,00	7,02	9,36	

NB : Informations publiées au Journal officiel du 26 mars 2003

- (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 de janvier 2003 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 26 mars 2003

Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 49 43

Tableau 28

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en avril 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	Date de règlement
Marché parisien								
OAT€ 2,50 % Juillet 2013	1	95	900,13	101,48	2,50	2,34	25.07.2013	08.04.2003
OAT 4 % Avril 2013	2	95	3 328,12	98,03	4,00	4,24	25.04.2013	08.04.2003
OAT 5 % Octobre 2016	2	95	1 337,98	104,53	5,00	4,54	25.10.2016	08.04.2003
OATi 3% Juillet 2009 Personnes Physiques	3	95	0,5	116,01	3,00	1,52	25.07.2009	25.04.2003
OAT 4 % Avril 2013 Personnes Physiques	4	95	78,54	100,04	4,00	4,00	25.04.2013	25.04.2003
Risc Techno Europe 3,5% Mars 2003	5	28	8,00	100,00	3,50		07.04.2009	07.04.2003
ERAP 3,375 % Avril 2003 EMTN	6	28	3 975,40	99,39	3,38		28.04.2008	04.04.2003
VMG 5,25 % Avril 2003	7	94	108,43	108,43	5,25		30.07.2012	10.04.2003
ASSYSTEM Euribor 3 mois Avril 2003 OBSAR	8	28	40,00	100,00	Euribor		25.04.2008	25.04.2003
CRH 4 % Avril 2003 A Obligations foncières	9	65	20,15	100,76	4,00	3,86	25.10.2009	16.04.2003
CRH 5 % Avril 2003 B Obligations foncières	10	65	346,28	104,93	5,00	4,40	25.10.2013	16.04.2003
SG 4,60 % Avril 2003 TSDD	32		99,97	99,97	4,60	4,60	28.04.2015	28.04.2003
TOTAL <i>(Pour mémoire coupon couru)</i>			10 243,50					
				186,02				

(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 2 mai 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

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

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 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.
- 2 **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.
- 3 **OATi 3 % juillet 2009 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 0,00748 euro. **Assimilation** le 25 juillet 2003 à « OATi 3 % Juillet 2009 » (CV 057142), après paiement du coupon.
- 4 **OAT 4 % avril 2013 destinées aux personnes physiques.** Assimilation **immédiate** à « OAT 4 % Avril 2013 » (CV FR0000188989) après paiement du coupon.
- 5 **Obligations convertibles en actions,** à tout moment, à compter du 4 avril 2003, à raison de 1,09 action Risc pour 1 obligation présentée. **Amortissement normal** le 4 avril 2009 à 110 % de la valeur nominale. **Amortissement résiduel** : Risc technology Europe pourra, à son seul gré, si moins de 10 % des titres restent en circulation, procéder à tout moment, au remboursement anticipé de la totalité des obligations convertibles restant en circulation, au pair majoré des intérêts courus.
- 6 **Euro medium term notes. Les obligations** bénéficient en principal et en intérêts de la garantie de l'État français. **Intérêt** : les obligations rapporteront un intérêt anuel de 3,375 % payable le 25 avril 2004.
- 7 **Assimilation** immédiate à l'emprunt « VMG 5,25 % juillet 2002 » (CV048023).
- 8 **Obligations à bons de souscriptions d'actions remboursables (OBSAR)** : à chaque obligation sont attachés 12 bons de souscription d'actions remboursables, ils pourront être exercés à tout moment, du 25 avril 2003 au 25 avril 2008. **Intérêt** : Euribor 3 mois, minoré d'une marge de 0,50 %, payable les 25 juillet, octobre, janvier et avril de chaque année. **Amortissement normal** : les obligations seront amorties en deux annuités égales les 25 avril 2007 et 2008 par remboursement au pair. **Amortissement au gré de l'émetteur (AGE)** de toute ou partie des obligations, à chaque date de paiement d'intérêt à compter du 25 avril 2003 jusqu'au 25 avril 2008, au pair.
- 9 **Obligations foncières.** Assimilation **immédiate** à l'emprunt « CRH 4 % décembre 2002 » (CV FR0000188864).
- 10 **Obligations foncières.** Assimilation **immédiate** à l'emprunt « CRH 5 % mars 2002 » (CV 048870).

Tableau 28 (fin)

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

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	(flux en millions d'euros, prix d'émission en %)	
													Total	
OATi 3 % Juillet 2009														1 310
Valeur nominale	1 310													
Prix d'émission	103,42													
Émission brute	1 355													1 355
OATi 3 % Juillet 2009 pers.phys.														
Valeur nominale		1	1											2
Prix d'émission		116,53	116,01											
Émission brute		1	1											2
OATéi 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 4 % Avril 2013														
Valeur nominale		6 104	3 395											9 499
Prix d'émission		100,42	98,03											
Émission brute		6 130	3 328											9 458
OAT 4 % Avril 2013 pers.phys.														
Valeur nominale		55	79											134
Prix d'émission		102,43	100,04											
Émission brute		56	79											135
OATéi 2,50 % Juillet 2013														
Valeur nominale	2 794		887											3 681
Prix d'émission	102,98		101,48											
Émission brute	2 877		900											3 777
OAT 5 % Octobre 2016														
Valeur nominale		1 280												1 280
Prix d'émission		104,53												
Émission brute		1 338												1 338
OATéi 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	6 159	5 642										25 745
Émissions brutes	7 693	6 986	6 186	5 646										26 511
Amortissements	0	0	0	15 313										15 313
Émissions nettes	7 693	6 986	6 186	- 9 667										11 198
TOTAL CUMULÉ 2003														
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745										
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511										
Amortissements	0	0	0	15 313										
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198										
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 2 mai 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 29

Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises

Tous marchés

	(flux en date de règlement, en milliards d'euros)											
	2002						2003					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Mars	3 mois	Année	Mars	3 mois	Année	Février	Mars	3 mois	Février	Mars	3 mois
Émissions en euros	23,2	64,3	197,8	1,4	15,8	55,0	27,9	26,8	81,9	17,0	20,4	46,6
Administrations publiques	13,7	35,5	98,0	1,0	9,7	24,0	13,6	12,8	21,7	13,5	12,8	29,5
<i>dont État</i>	13,7	35,1	96,0	1,2	9,5	27,4	13,6	12,0	39,4	13,6	12,0	28,9
Institutions financières monétaires	6,9	18,4	67,5	0,0	1,1	15,7	8,5	6,4	22,0	1,8	1,6	5,7
Institutions financières non monétaires	0,0	1,4	3,3	- 0,1	1,0	0,8	0,0	0,5	0,5	0,0	0,5	0,0
Sociétés non financières	2,5	9,0	29,0	0,4	4,0	14,5	5,9	7,1	19,3	1,7	5,5	11,4
Émissions en devises	4,5	10,1	32,9	1,6	0,8	5,6	1,6	1,6	7,1	0,2	- 0,9	2,1
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	- 1,1	- 1,1	- 1,8	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,4
Institutions financières monétaires	3,5	7,6	26,4	2,4	2,4	6,4	1,0	1,6	5,9	- 0,4	0,3	2,7
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	1,0	2,5	6,5	0,3	- 0,4	1,0	0,6	0,0	1,2	0,6	- 0,9	- 0,2

NB : Les flux en numéraire tiennent compte des prix d'émission et, le cas échéant, des primes de remboursement.

Source : Banque de France

Réalisé le 2 mai 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 30

Encours de titres à long terme émis par les résidents

Tous marchés

	2000 Décembre	2001 Décembre	2002 Décembre	(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)		
				Janvier	Février	Mars
Titres en euros	1 075,4	1 152,1	1 205,8	1 214,6	1 231,1	1 251,3
Administrations publiques	600,9	631,5	655,7	658,4	671,5	684,2
<i>dont État</i>	573,0	568,6	627,9	630,8	643,9	655,9
Institutions financières monétaires	292,6	298,2	311,8	314,2	316,0	317,6
Institutions financières non monétaires	27,5	29,5	30,3	29,9	29,8	30,3
Sociétés non financières	154,4	192,9	208,0	212,1	213,8	219,3
Titres en devises	93,9	120,9	112,4	112,4	112,3	110,2
Administrations publiques	6,5	4,6	2,5	2,5	2,4	2,0
Institutions financières monétaires	62,3	72,5	69,4	70,2	70,0	69,6
Institutions financières non monétaires	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sociétés non financières	24,1	43,2	39,9	39,1	39,4	38,0

Source : Banque de France

Réalisé le 2 mai 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 31

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										
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	129,3	67,5	48,3	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	322,2
Novembre	137,7	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,5
Décembre	131,0	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,6
2003										
Janvier	152,8	70,8	48,0	43,5	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,0
Février	148,1	69,9	47,1	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	333,5
Mars	143,1	72,8	46,4	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	327,5
Avril	153,0	69,2	46,0	45,6	1,9	5,2	13,5	1,6	0,9	336,9

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 12 mai 2003
DOM – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

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

	(encours en milliards d'euros, parts en %)							
	Fin 1998 (r)	Fin 1999 (r)	Fin 2000 (r)	Fin 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)	Septembre 2002 (p)	Décembre 2002 (p)
Encours des non-résidents (a)								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	224,4	393,4	465,6	404,3	412,5	342,8	257,9	274,0
Source : Position extérieure	267,2	474,2	579,9	485,2	494,9	419,3	302,2	341,4
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	116,2	144,5	195,9	233,4	242,3	254,2	256,1	269,3
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	60,8	69,3	112,1	138,9	144,8	152,3	171,9	181,8
Source : Position extérieure	66,0	74,5	115,8	137,6	143,0	149,5	159,4	163,2
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	50,2	70,0	80,1	95,8	99,3	104,7	96,7	106,1
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	18,5	30,2	32,0	40,4	42,0	43,1	39,4	36,7
Source : Position extérieure	130,1	130,0	159,0	189,8	187,8	187,5	191,4	191,9
Part des non-résidents (d)								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	35,7	35,0	37,5	36,5	36,9	36,5	35,9	35,1
Source : Position extérieure	31,9	33,8	39,8	39,3	39,2	39,4	38,1	39,5
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	18,3	23,3	29,7	33,5	33,9	34,3	33,5	34,6
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	17,3	18,9	27,9	32,5	33,2	35,0	36,0	38,6
Source : Position extérieure	15,0	17,2	25,2	28,5	28,7	29,5	29,5	30,5
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	25,5	37,2	40,0	44,8	46,1	44,6	43,3	43,7
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	5,9	10,0	10,9	13,5	14,2	14,6	13,0	11,5
Source : Position extérieure	27,5	27,1	33,1	37,3	36,8	37,0	37,8	36,9
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB								
1. Actions cotées	64,3	103,5	102,8	84,3	85,7	71,8	53,2	57,4
2. Dette publique négociable	48,8	45,9	46,6	47,6	48,5	50,0	51,2	51,6
3. Autres obligations (hors État)	36,2	35,4	33,9	34,8	34,6	34,2	33,9	34,5

(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 mars 2003
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 31 33

Tableau 33
Émissions de bons du Trésor

		Émissions par voie d'adjudication (en millions d'euros)					
		Compétitives			Non compétitives		
		BTF	BTAN	2 ans	5 ans	BTF	BTAN
2000	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
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	87	613

Source : Banque de France

Réalisé le 29 avril 2003
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34
Titres d'OPCVM
 Encours

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Mars 2002	Décembre 2002	Février 2003	Mars 2003
Sicav	316,4	328,0	311,6	324,0	275,1	273,7	271,1
Monétaires	125,3	121,4	131,2	144,2	139,8	146,2	146,4
Obligations	63,8	57,3	54,3	53,4	47,7	47,5	45,9
Actions	88,6	105,0	87,0	87,4	59,8	53,8	53,2
Diversifiées	38,2	43,5	38,7	38,6	27,4	25,8	25,2
Garantis	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCP	331,4	414,7	449,1	468,3	477,4	488,9	490,6
Monétaires	51,5	81,3	102,5	111,2	124,6	138,4	139,7
Obligations	57,6	69,6	80,7	79,6	95,1	100,3	100,0
Actions	66,1	76,6	76,9	80,3	62,2	57,2	58,2
Diversifiés	123,2	154,1	151,8	158,3	149,2	145,8	144,4
Garantis	33,0	33,1	37,2	38,9	46,3	47,2	48,3
OPCVM	647,8	742,7	760,7	792,3	752,5	762,6	761,7
Monétaires	176,8	202,7	233,7	255,4	264,4	284,6	286,1
Obligations	121,4	126,9	135,0	133,0	142,8	147,8	145,9
Actions	154,7	181,6	163,9	167,7	122,0	111,0	111,4
Diversifiés	161,4	197,6	190,5	196,9	176,6	171,6	169,6
Garantis	33,5	33,9	37,6	39,3	46,7	47,6	48,7

NB : À l'inverse de la méthode retenue par la Banque de France pour agréger le bilan des IFM, ces statistiques 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 23 avril 2003
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Mars 2002	Décembre 2002	Février 2003	Mars 2003
OPCVM monétaires	2,6	3,9	4,3	3,9	3,2	3,1	3,1
OPCVM obligataires	- 1,4	4,9	4,9	2,7	7,2	8,8	9,1
OPCVM actions	47,9	- 3,4	- 19,2	- 7,5	- 31,7	- 35,8	- 39,8
OPCVM diversifiées	25,9	- 0,3	- 6,6	- 1,8	- 14,1	- 15,9	- 17,8
OPCVM garanties	8,3	4,3	nd	nd	nd	nd	nd

nd : non disponible

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 23 avril 2003
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 35

Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Ensemble des systèmes

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % pour le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
Target	925	1 033	1 299	1 552	1 686	1 654	1 747	86	
Transfrontière	360	432	506	485	541	525	583	29	
Domestique	565	601	793	1 066	1 145	1 129	1 165	58	
Systèmes nets	418	445	456	269	256	258	273	14	
PNS	93	86	88	78	78	79	77	4	
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—	
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0	
POPS	nd	nd	nd	2	2	2	2	0	
Euro 1 (ABE)	171	195	205	188	175	177	193	10	
Total	1 343	1 477	1 756	1 821	1 942	1 912	2 020	100	

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % pour le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
Target	163 157	188 157	211 282	253 016	242 032	253 249	263 951	58	
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	53 858	54 611	57 945	60 299	13	
Domestique	134 380	148 279	166 009	199 158	187 421	195 304	203 652	45	
Systèmes nets	139 159	173 704	200 604	174 147	176 119	186 883	191 721	42	
PNS	20 066	21 759	31 512	29 686	29 064	29 309	29 873	7	
EAF	46 706	51 041	50 991	—	—	—	—	—	
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 965	7 096	7 703	7 882	2	
POPS	nd	nd	nd	2 592	2 056	2 191	2 152	0,5	
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	134 905	137 903	147 680	151 814	33	
Total	302 316	361 861	411 886	427 163	418 151	440 132	455 672	100	

ns : non significatif

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'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne 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 Pikasiirrot 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 20 mai 2003
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)
Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)
 France

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % pour le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
Target	256	267	345	356	384	400	395	84	
Transfrontière (en émission)	55	60	75	69	78	73	85	18	
(Transfrontière en réception)	(58)	(62)	(75)	(69)	(78)	(73)	(85)	(18)	
Domestique (TBF)	200	207	270	287	306	328	310	66	
PNS	93	86	88	78	78	79	77	16	
Total	348	353	433	435	462	479	472	100	

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % pour le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
Target	8 146	11 903	14 966	14 958	14 305	14 708	15 269	34	
Transfrontière (en émission)	3 395	4 515	5 309	6 471	6 296	6 554	6 845	15	
(Transfrontière en réception)	(3 636)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(6 654)	(6 981)	(7 214)	(16)	
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 009	8 153	8 424	19	
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	29 064	29 309	29 873	66	
Total	28 213	33 532	46 478	44 644	43 369	44 017	45 142	100	

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % pour le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2002	2003	Janvier	Février	Mars
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	11,0	11,7	11,1	43,3	
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	8,4	8,0	7,3	6,9	26,8	
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	2,2	2,9	3,0	4,1	15,8	
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,5	3,5	3,6	3,6	14,1	
Total	31,9	31,9	27,3	24,8	25,3	25,7	25,6	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

PGI : prêt garanti intrajournalier

TRICP : traitement informatisé des créances privées

CCBM : modèle de banque centrale correspondante

Source : Banque de France

Réalisé le 20 mai 2003
 DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % pour le dernier mois)

	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
France	348	353	433	435	462	479	472	23,3	
Target transfrontière	55	60	75	69	78	73	85	4,2	
Target domestique (TBF)	200	207	270	287	306	328	310	15,3	
PNS	93	86	88	78	78	79	77	3,8	
Allemagne	261	368	457	489	524	508	561	27,8	
Target transfrontière	95	111	131	129	142	139	156	7,7	
Target domestique (ELS puis RTGS+)	16	94	164	360	382	369	405	20,1	
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—	
Espagne	122	136	209	250	290	261	272	13,4	
Target transfrontière	14	16	20	18	22	19	20	1,0	
Target domestique (SLBE)	105	118	188	231	267	241	250	12,4	
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0,1	
Italie	95	109	107	99	98	98	104	5,2	
Target transfrontière	27	37	39	34	34	33	39	1,9	
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	64	64	64	65	3,2	
Royaume-Uni	77	95	118	111	120	124	135	6,7	
Target transfrontière	59	75	91	85	94	95	102	5,1	
Target domestique (Chaps Euro)	18	20	27	26	26	29	32	1,6	
Autres	438	416	432	437	448	442	477	23,6	
TOTAL	1 343	1 477	1 756	1 821	1 942	1 912	2 020	100	

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % pour le dernier mois)

	1999	2000	2001	2002	2003	Janvier	Février	Mars	Part
France	28 213	33 532	46 478	44 644	43 369	44 017	45 142	9,9	
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	6 471	6 296	6 554	6 845	1,5	
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 009	8 153	8 424	1,8	
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	29 064	29 309	29 873	6,6	
Allemagne	118 931	135 329	158 866	125 070	120 619	125 153	130 110	28,6	
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	16 852	16 537	17 610	18 299	4,0	
Target domestique (ELS puis RTGS+)	61 923	69 962	93 160	108 218	104 081	107 543	111 811	24,5	
EAF	46 706	50 933	50 991	—	—	—	—	—	
Espagne	13 043	13 243	15 780	19 065	19 901	20 805	21 441	4,7	
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 731	2 068	2 114	2 305	0,5	
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	10 369	10 737	10 988	11 254	2,5	
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 965	7 096	7 703	7 882	1,7	
Italie	39 392	40 787	40 208	37 696	32 428	36 330	37 974	8,3	
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	6 173	6 037	6 713	6 969	1,5	
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	31 523	26 391	29 616	31 006	6,8	
Royaume-Uni	5 814	7 851	10 156	14 370	15 489	15 982	16 844	3,7	
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 555	10 501	10 817	11 330	2,5	
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 513	2 949	3 653	4 815	4 988	5 165	5 514	1,2	
Autres	96 923	131 120	140 399	186 317	193 240	197 846	204 161	44,8	
TOTAL	302 316	361 861	411 886	427 163	425 045	440 132	455 672	100,0	

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidación del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

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'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne 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 Pikasirrot ja Sekit-järjestelmä

Euro 1 (ABE) : Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

RTGS : Real-Time Gross Settlement

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 20 mai 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

La politique monétaire dans un environnement incertain

La place de l'euro sur les marchés obligataires internationaux en 2002

Enquête financière – Premier trimestre 2003

Les comptes financiers de la Nation en 2002 : taux d'endettement en baisse pour les entreprises, en hausse pour les ménages

Résumé d'étude

Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2003

Unités concernées	Postes
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. des Études de marché et des Relations avec la place – SEMASFI	47 63
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Direction générale des Études et des Relations internationales	29 99
Direction de la Balance des paiements – SEMEX	97 68
Direction de la Conjoncture – SCC	38 79
Direction des Études et Statistiques monétaires – SESOF	28 12
Direction des Études et Statistiques monétaires – SEVAM	28 82

