

N° 117

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

SEPTEMBRE 2003



Sommaire

	Page
Éditorial	
Le comportement financier des ménages et des sociétés en 2002	
Actualité	
1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	13
3. Les marchés de capitaux	23
Études	
Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière (Synthèse du colloque international de la Banque de France)	29
Les financements et placements des ménages et des entreprises en 2002	45
L'apport des modèles de la nouvelle génération à l'analyse économique, l'exemple de MARCOS	63
Situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2002	85
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	89
Statistiques	91

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

Achevé de rédiger le 25 septembre 2003

Site Internet : www.banque-france.fr

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Le niveau de l'activité a reculé au deuxième trimestre

Selon les résultats provisoires des comptes trimestriels publiés par l'INSEE, le PIB s'est contracté de 0,3 % au deuxième trimestre 2003, après une hausse de 0,2 % au premier trimestre (chiffre révisé à la baisse de 0,1 point). En glissement annuel, la progression de l'activité est nulle (contre 1,0 % au trimestre précédent, et 1,5 % un an auparavant). À la fin du deuxième trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2003 s'établit à 0,1 %.

Le commerce extérieur a moins pesé sur la croissance au deuxième trimestre qu'au trimestre précédent (−0,2 point, contre −0,5 point).

En revanche, les contributions de l'investissement des entreprises et des stocks sont redevenues négatives (−0,1 point chacune) et la contribution à la croissance de la demande des ménages est également devenue négative (−0,1 point), notamment en raison des grèves du mois de juin et d'un recul de la consommation en énergie.

Le comportement des entreprises a pesé sur la croissance

- la contribution de l'investissement des entreprises à la croissance est négative à hauteur de 0,1 point : après s'être stabilisé au trimestre précédent, l'investissement des entreprises a poursuivi son recul au deuxième trimestre (−0,6 %) ; sur un an, il atteint −3,2 % et l'acquis, à la fin du deuxième trimestre, demeure négatif (−2,4 %) ; la contraction du deuxième trimestre a concerné essentiellement l'investissement en automobiles (−1,9 %) et en services aux entreprises (−1,9 %) ;
- comme attendu, après une contribution de +0,3 point enregistrée au premier trimestre, les variations de stocks ont pesé sur la croissance, à hauteur de 0,1 point ; les stocks en biens d'équipement ont contribué positivement à la croissance (0,4 point), tandis que les stocks en biens intermédiaires, biens de consommation et produits agroalimentaires ont contribué négativement (de respectivement −0,3 point, −0,1 point et −0,1 point).

Le produit intérieur brut et ses composants en 2002 et en 2003

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

(variations trimestrielles en %)

	2002				Année	2003				Acquis
	T1	T2	T3	T4		T1	T2	T3	T4	
Produit intérieur brut	0,6	0,6	0,3	- 0,1	1,2	0,2	- 0,3			0,1
Importations	1,6	1,2	0,8	- 0,7	0,8	- 0,1	0,0			0,1
Dépenses de consommation des ménages	0,2	0,5	0,4	0,4	1,5	0,5	- 0,2			1,0
Dépenses de consommation des APU	1,4	1,2	0,7	0,7	4,1	0,1	0,1			1,4
FBCF totale	- 0,2	- 0,2	- 0,7	- 1,1	- 1,4	0,1	- 0,2			- 1,2
<i>dont FBCF des SQS et EI</i>	<i>- 0,4</i>	<i>- 1,1</i>	<i>- 1,0</i>	<i>- 1,6</i>	<i>- 2,8</i>	<i>0,0</i>	<i>- 0,6</i>			<i>- 2,4</i>
<i>FBCF des ménages</i>	<i>0,0</i>	<i>1,1</i>	<i>0,1</i>	<i>- 0,2</i>	<i>0,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>			<i>0,8</i>
Exportations	1,6	2,4	0,4	- 0,7	1,3	- 1,8	- 0,6			- 1,9
Stocks en milliards d'euros 95	0,27	- 0,64	- 0,11	- 1,06	- 1,54	0,14	- 0,07			-
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	0,0	0,2	- 0,1	0,0	0,1	- 0,5	- 0,2			- 0,6
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,5	0,2	0,2	1,4	0,3	- 0,1			0,6
Variation de stocks	0,3	- 0,3	0,2	- 0,3	- 0,4	0,3	- 0,1			0,1

Source : INSEE (comptes trimestriels)

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

L'accélération de la croissance américaine a été confirmée par les comptes nationaux révisés du deuxième trimestre 2003. Le PIB a progressé de 3,1 % en termes annualisés, contre 2,4 % en première estimation. La hausse de la productivité horaire du travail dans le secteur privé non agricole a également fortement accéléré, à 6,8 % en termes annualisés, contre 5,7 % initialement. Dans ce contexte, le déficit des transactions courantes est demeuré très élevé, à 5,1 % du PIB au deuxième trimestre. Les commandes à l'industrie ont progressé de 1,6 % en juillet. Les indices ISM manufacturier et non manufacturier ont poursuivi leur remontée à, respectivement, 54,7 et 65,1 en août. La reprise ne s'est pas encore transmise au marché du travail, l'emploi « payroll » continuant à baisser et le chômage restant à un niveau élevé (6,1 % en août). Néanmoins, la confiance des consommateurs s'est renforcée, à 81,3 points en août, après 77 le mois précédent, selon l'indicateur du Conference Board.

Au Japon, le PIB a progressé, en termes annualisés, de 3,9 % au deuxième trimestre 2003, après révision (2,3 % en première estimation). Les premières indications concernant le troisième trimestre sont contrastées. En juillet, la production industrielle a progressé de 0,5 % (- 1,2 % le mois précédent), tandis que les commandes de biens d'équipement du secteur privé baissaient de 3,1 %. Les dépenses de consommation des ménages ont diminué de 3,9 %, après +1,5 % en juin, et le taux de chômage a été stable à 5,3 %. S'agissant des évolutions nominales, le recul des prix à la consommation s'est poursuivi, à - 0,2 % sur un an en juillet, après - 0,4 % le mois précédent. La masse monétaire ($M2+CD$) a crû de 2 % sur un an en août, après 1,8 % en juin. Enfin, les excédents extérieurs sont demeurés importants en juillet, tant pour la balance commerciale (5,9 milliards d'euros) que pour les transactions courantes (11,4 milliards).

Au Royaume-Uni, la production manufacturière a légèrement diminué en juillet (- 0,3 % sur un an, contre + 3,6 % en juin), mais les indices PMI manufacturier et surtout non manufacturier ont progressé en août à, respectivement, 51,9 et 57. Les ventes au détail ont conservé en juillet un rythme de progression soutenu (4,4 % en glissement annuel, après 5,9 % le mois précédent) tandis que le dynamisme des crédits à la consommation persistait (14,2 % sur un an, après 14,6 % en juin).

Dans la zone euro, le PIB a diminué de 0,1 % au deuxième trimestre (deuxième estimation), après avoir stagné au trimestre précédent. Pour les troisième et quatrième trimestres, la Commission européenne prévoit des variations du PIB comprises respectivement entre 0,0 % et 0,4 % et entre 0,2 % et 0,6 % (prévisions inchangées). Le redressement des indices PMI s'est poursuivi de façon assez nette en août, à 52 dans le secteur des services et 49,1 dans le secteur manufacturier. Néanmoins, le taux de chômage n'a pas fluctué depuis deux mois, à 8,9 % en juillet. L'inflation s'est légèrement accentuée, à 2,1 % sur un an en août (estimation préliminaire d'Eurostat), après 1,9 % le mois précédent. La masse monétaire $M3$ a continué de progresser à un rythme annuel élevé (8,5 %). S'agissant des échanges extérieurs, le solde des transactions courantes s'est établi à - 5,0 milliards d'euros au deuxième trimestre de 2003, contre 2,2 milliards un an plus tôt.

La consommation des ménages a réduit la croissance de l'activité de 0,1 point

La consommation des ménages a enregistré un recul de 0,2 % au deuxième trimestre (après + 0,5 % au premier trimestre), en raison de la conjugaison de trois éléments défavorables.

Les achats de produits manufacturés ont reculé de 0,8 % (après + 1,4 %), sous l'effet d'une diminution de 1,8 % des acquisitions de biens de consommation. Les dépenses en énergie se sont repliées de 2,1 % (contre + 4,8 % le trimestre précédent), en raison des températures élevées enregistrées en moyenne sur le trimestre, cette baisse contribuant, à elle seule, à hauteur de - 0,1 point à l'évolution du PIB. La légère accélération des dépenses de services marchands (0,4 %, après 0,1 %) n'a pas suffi à compenser ces mouvements. Notamment, les dépenses de transport ont assez sensiblement baissé (- 2,0 %, après - 1,0 %), à la suite des grèves de la deuxième moitié du trimestre.

La contribution de la consommation des APU à la croissance du PIB est nulle

La consommation des administrations publiques (APU) est restée quasiment stable au deuxième trimestre (+ 0,1 %, comme au premier trimestre).

La contribution du solde extérieur est demeurée négative (- 0,2 point, après - 0,5 point au trimestre précédent)

Les exportations ont poursuivi leur repli (- 0,6 %, après - 1,8 % au premier trimestre), essentiellement en raison d'un recul de 1,0 % des exportations de produits manufacturés. Les importations sont restées stables (après - 0,1 %), soutenues notamment par une hausse de 3,4 % des importations d'énergie, qui traduit une reconstitution des stocks de ce secteur.

Dans la zone euro, le PIB a diminué de 0,1 % au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, ce qui correspond à une progression de 0,2 % sur un an.

L'activité devrait rester modérée

Sur l'ensemble du deuxième trimestre, la production industrielle s'est repliée de 1,1 % (contre une progression de 0,8 % au trimestre précédent).

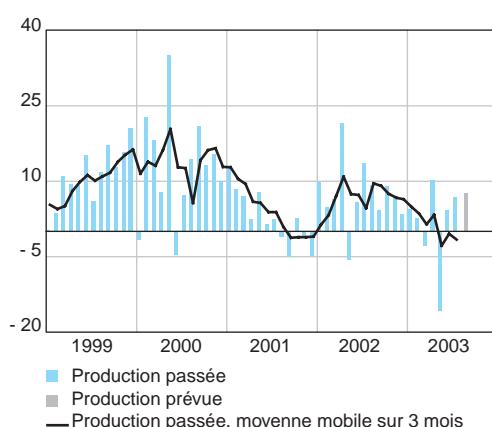
La production manufacturière s'est inscrite en repli de 0,7 % (après une hausse de 0,1 %).

En juillet, la production industrielle, hors énergie et industrie agroalimentaire, a progressé de 0,3 %. La production industrielle totale s'est, par contre, repliée de 0,3 % (après + 1 % en juin) en raison d'une forte contraction de la production d'énergie (- 2,2 %, après une hausse de 3,2 % en juin).

En juillet, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a faiblement progressé dans l'ensemble. La production s'est redressée dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires, mais elle a nettement reculé dans l'industrie automobile.

La production dans l'industrie

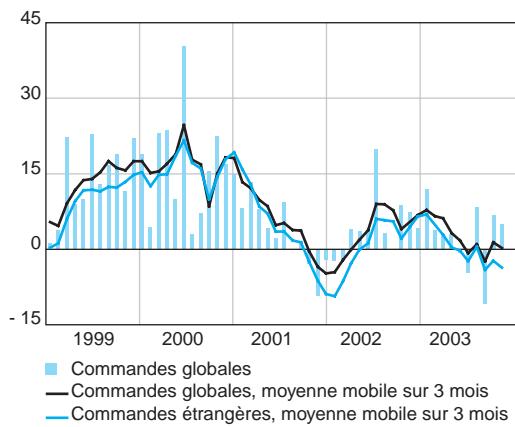
(solde des opinions, cvs)



Les commandes reçues ont légèrement progressé, les commandes étrangères s'améliorant. Dans l'ensemble, les carnets de commandes ont peu évolué.

Les commandes dans l'industrie

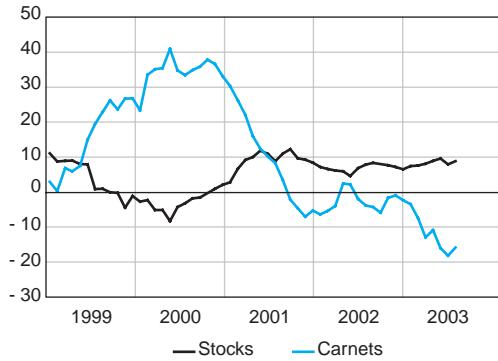
(solde des opinions, cvs)



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

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



L'orientation peu favorable du marché du travail pèse sur le comportement de consommation des ménages

Selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale s'est raffermie en août, après un repli en juillet. Le volume des ventes a progressé de 2,3 % en août (après – 5,7 % en juillet, données cvs-cjo).

Sur le bimestre juillet-août, l'activité du commerce de détail s'est néanmoins contractée de 3,1 % par rapport aux deux mois précédents, sous l'effet d'un fort recul des ventes d'automobiles.

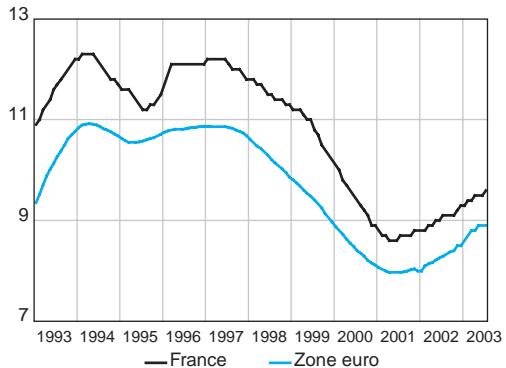
Les immatriculations de voitures particulières neuves ont très fortement diminué en août (– 10,6 % en données cvs-cjo, après – 2,8 % en juillet) et se sont repliées de 14,5 % sur un an. À la fin du mois d'août, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre des immatriculations de voitures particulières neuves a atteint – 6,1 % (contre une baisse de 1,4 % le trimestre précédent).

Le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), a progressé de 0,1 point en juillet, à 9,6 % de la population active. Sur un an, il a augmenté de 0,5 point (comme en mai et en juin, et comme en juillet 2002). Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a progressé de 0,8 % sur le mois (soit 20 000 personnes), après 0,4 % en juin. Sur un an, il a augmenté de 6,4 % (157 000 personnes), contre 6,5 % en juillet 2002 (150 000 personnes).

Dans la zone euro, le taux de chômage est resté inchangé en juillet par rapport au mois de juin, à 8,9 % de la population active.

Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : Dares et Eurostat

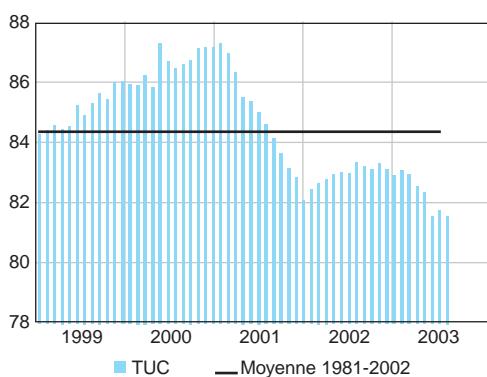
L'investissement des entreprises ne devrait pas connaître d'amélioration sensible à court terme

Selon l'enquête investissement de l'INSEE réalisée en juillet, l'investissement productif progresserait en valeur de 2 % dans l'industrie en 2003. Cette révision à la baisse de quatre points, par rapport aux prévisions formulées en avril, concerne tous les secteurs de l'industrie manufacturière et apparaît particulièrement sensible dans l'industrie automobile (prévisions revues de 12 % à 2 %).

Selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de juillet, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) demeure inférieur de près de trois points à son niveau moyen de longue période.

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

(en %, cvs)



Les perspectives sont un peu plus favorables pour les services marchands, mais demeurent réservées dans l'industrie

L'enquête de la Banque de France révèle que l'activité dans les services marchands a légèrement progressé au mois de juillet 2003, sur un mois comme sur un an. La croissance de l'activité est restée modérée, mais une telle augmentation n'avait pas été observée depuis le mois d'août 2001.

Les perspectives restent assez favorablement orientées pour les prochains mois, notamment dans les secteurs du travail temporaire, des agences, du conseil en publicité et des activités de nettoyage.

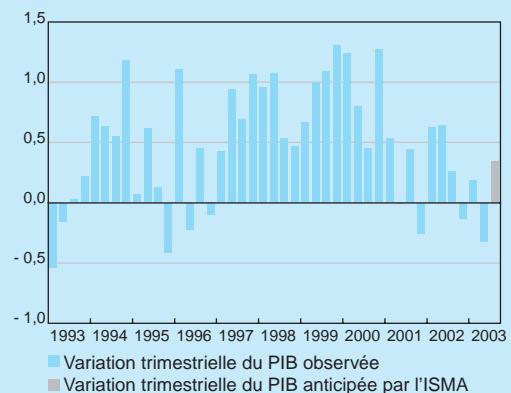
Les opinions sur les perspectives de production restent globalement prudentes dans l'industrie. Une accélération de l'activité est toutefois attendue, notamment dans le secteur des biens d'équipement.

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 0,3 % au troisième trimestre 2003 (estimation revue de - 0,1 point).

À la fin du troisième trimestre, sous ces hypothèses, l'acquis de croissance pour l'année atteindrait 0,3 %.

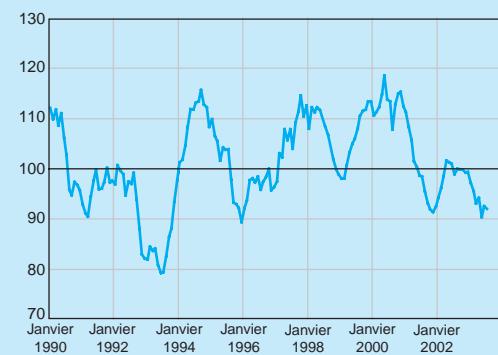
Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires a diminué d'un point par rapport au mois précédent, pour s'établir à 92 points, contre 99 un an auparavant.

Indicateur de climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



1.2. L'évolution des prix

Hausse des prix des matières premières importées en août

En août, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris le pétrole, a augmenté de 5,1 % en euros (0,1 % sur un an) et de 2,9 % en dollars (13,9 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar (- 2,1 %), s'établissant à 1,11 dollar.

L'indice du pétrole, en euros, a progressé de 7,3 % en août (- 1,9 % sur un an). Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a enregistré une hausse de 5,1 % sur le mois, cotant 29,82 dollars en moyenne (+ 11,8 % sur un an).

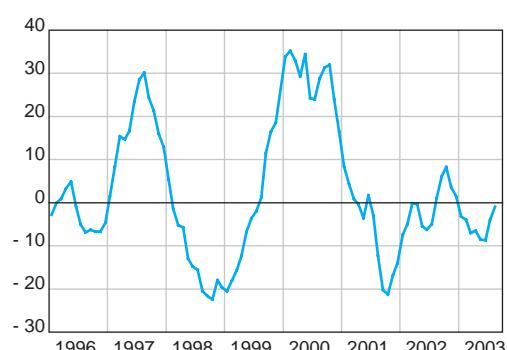
Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en augmentation de 2,8 % par rapport au mois précédent (- 0,9 % sur un an).

Les indices partiels du coût des produits alimentaires, des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont augmenté de, respectivement, 2,3 %, 0,6 % et 4,1 %.

En dollars, l'indice hors pétrole a enregistré une hausse de 0,7 % sur le mois (12,5 % sur un an).

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

(en glissement annuel, en %)



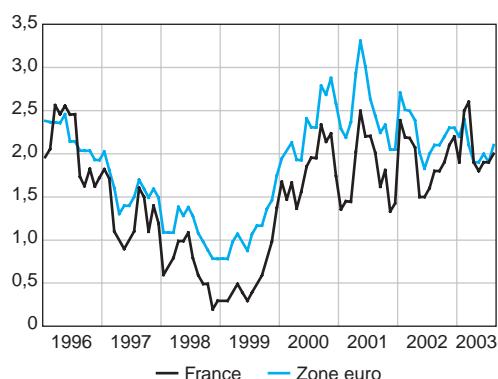
La progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé français a atteint 2 % en glissement annuel en août

En août 2003, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français a progressé de 0,3 % par rapport au mois précédent. Sur un an, il s'est accru de 2,0 %, après une hausse de 1,9 % le mois précédent, et contre 1,8 % un an auparavant.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi à 1,9 % en juillet 2003, en repli par rapport à juin (2 %). En revanche, selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux d'inflation aurait atteint 2,1 % en glissement annuel en août.

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

L'indice national des prix de détail (IPCN) a augmenté de 0,2 % en août en France (après - 0,1 % en juillet 2003 et + 0,2 % en août 2002), en progression de 1,9 % en glissement annuel, comme au mois précédent, contre 1,8 % en août 2002. En données corrigées des variations saisonnières, l'indice national des prix à la consommation est en hausse de 0,3 % en août.

Tous les secteurs ont contribué à la progression de l'indice des prix en août, hormis les prix des produits frais et des services de santé.

Toutefois, la réduction de l'offre de fruits et légumes frais consécutive à la sécheresse a limité la baisse saisonnière du prix des produits frais par rapport aux autres années.

La fin des soldes a provoqué un renchérissement dans le secteur de l'habillement et des chaussures et, dans une moindre mesure, des « autres produits manufacturés ».

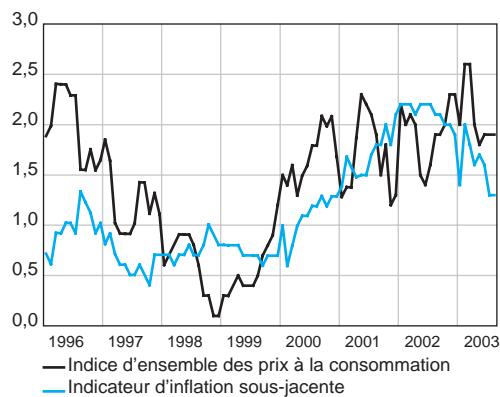
Le prix de l'énergie a augmenté pour le deuxième mois consécutif, conséquence de la hausse du prix des produits pétroliers et de l'appréciation de l'euro.

Les prix des transports et communications ont progressé, en raison notamment du relèvement tarifaire de la RATP au 1^{er} août .

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,1 % en août, après être resté stable en juillet (1,3 % en glissement annuel, contre 2,1 % en août 2002).

Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

1.3. La compétitivité

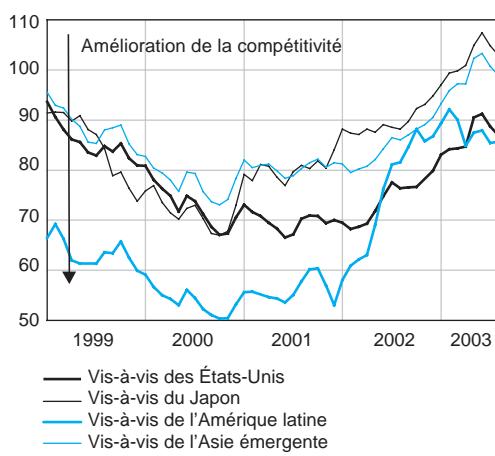
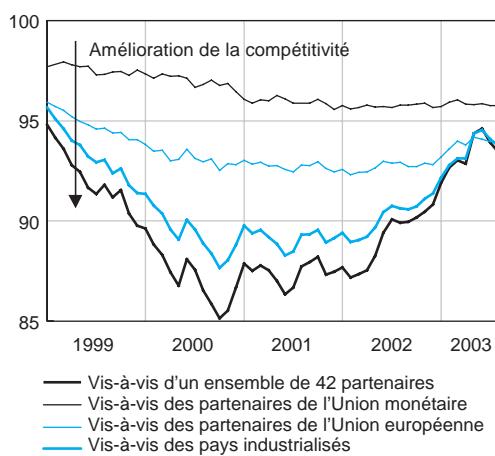
Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

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 août 2003 (par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987), contre 93,9 en juillet.

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



Sources : BCE, Bloomberg, BRI, FMI, INSEE, OCDE

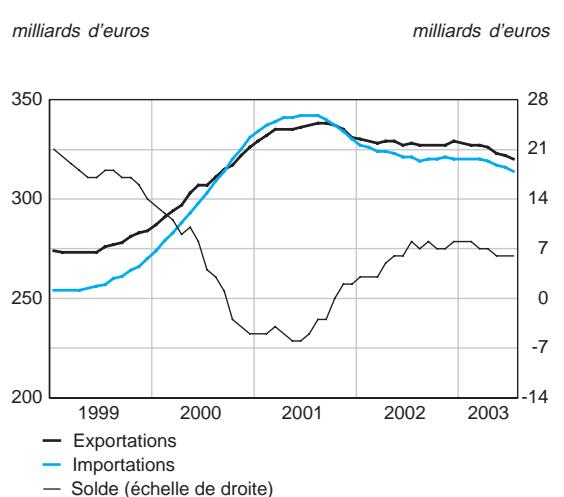
¹ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

1.4. Le commerce extérieur en juillet 2003

Contrairement au mois précédent, le solde mensuel a été largement excédentaire en données cvs (1,3 milliard d'euros, contre – 0,4 milliard en juin après révision).

Sur les sept premiers mois de l'année, le solde cumulé a atteint 2,3 milliards d'euros, en retrait de 2,7 milliards par rapport aux sept premiers mois de 2002.

Commerce extérieur
Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Les exportations ont légèrement progressé par rapport à juin (+ 1,2 %), tout en restant nettement inférieures à leur niveau moyen mensuel du premier trimestre et, *a fortiori*, de l'année 2002. À l'importation, en revanche, les livraisons en provenance de l'étranger ont chuté de 5,3 %, ne dépassant pas 24,5 milliards d'euros, leur plus bas niveau, en données mensuelles cvs, depuis plus de trois ans.

Par produits, les exportations ont montré une grande stabilité, à l'exception de l'automobile (+ 8 %), dont les flux ont toutefois été artificiellement gonflés par un report de livraisons qui n'avaient pu intervenir en mai et juin. S'agissant des biens d'équipement, le recul contenu à 3,7 % des exportations constitue une bonne performance, dans la mesure où deux paquebots avaient été livrés, à des pays d'Amérique centrale, au mois de juin.

À l'importation, tous les secteurs industriels ont enregistré un recul des achats, particulièrement

prononcé en ce qui concerne les biens de consommation (– 7,5 %), les biens d'équipement (– 8,6 %) et les biens intermédiaires (– 4,1 %). Les évolutions ont peut-être été accentuées par l'effet de rattrapage observé en juin, après les mouvements sociaux du mois de mai. Toutefois, dans les trois secteurs évoqués ci-dessus, le niveau mensuel des importations cvs est le plus bas depuis plus de trois ans.

Géographiquement, les soldes avec l'Union européenne et la zone euro se sont redressés au mois de juillet, essentiellement sous l'effet d'un recul des importations. On a observé également un net rebond des exportations vers l'Allemagne.

L'amélioration du solde constatée en juillet avec les États-Unis comme avec les pays d'Asie résulte d'un tassement des importations.

Les exportations et les importations ont reculé, respectivement, de 5,1 % et de 3,8 % sur les sept premiers mois de 2003 comparés aux sept premiers mois de 2002.

Sur cette même période, les résultats de la balance commerciale des États-Unis confirment le manque de dynamisme des exportations de la France en regard de celui de ses partenaires européens : en effet, les exportations françaises vers les États-Unis ont reculé de 0,2 %, alors qu'elles ont augmenté de 13,7 % pour l'Allemagne, de 7,6 % pour l'Italie et de 4 % pour le Royaume-Uni.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en juillet 2003

Le *compte de transactions courantes* a présenté un excédent cvs de 1,2 milliard d'euros au mois de juillet, équivalent à celui du mois précédent. En données brutes, l'excédent ne s'est élevé qu'à 36 millions d'euros, en retrait par rapport à juin.

En ligne avec les tendances observées depuis plusieurs mois, le solde des biens a fait apparaître un léger excédent en données cvs, dans un contexte de repli continu des échanges (– 0,9 % en recettes et – 2,2 % en dépenses par rapport à juin, – 7,4 % en recettes et – 4,3 % en dépenses par rapport à juillet 2002).

L'excédent cvs des services a baissé de 0,2 milliard d'euros par rapport à juin. Les recettes se sont repliées pour le cinquième mois consécutif, alors

que les dépenses enregistraient un modeste rebond, après avoir été particulièrement déprimées en juin. Confirmant les indications données par les professionnels du tourisme, les recettes cvs de *voyages*, stables depuis plusieurs mois à un niveau proche de 3 milliards d'euros, ont fléchi de 11,7 % en juillet. Malgré un repli de même ampleur des dépenses des résidents français à l'étranger (- 9,8 %), le solde mensuel a diminué de près de 0,2 milliard d'euros.

Déficitaire en données brutes sous l'effet de tombées d'intérêts sur titres publics, le solde des *revenus* s'est néanmoins amélioré par rapport à juillet 2002 (à - 0,9 milliard d'euros, contre - 1,2 milliard). En données cvs, l'excédent a doublé par rapport au mois précédent, à 1 milliard d'euros.

Les *transferts courants* nets à destination de l'étranger, toujours exprimés en données non corrigées des variations saisonnières, se sont maintenus au haut niveau de 2,2 milliards d'euros atteint en juin.

Le *compte financier* a enregistré des sorties nettes de capitaux à hauteur de 6,3 milliards d'euros.

Le solde des investissements directs, déjà créditeur de 0,8 milliard d'euros le mois précédent, a affiché un solde positif de 2,6 milliards. Comparé à juin, les *investissements directs* français à l'étranger ont progressé de plus de 1 milliard d'euros. Les investissements directs étrangers en France ont quasiment doublé, à 6,4 milliards d'euros, dont un tiers sous forme d'opérations en capital et deux tiers sous forme de prêts intra-groupes.

Les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties de capitaux de 15,1 milliards d'euros, contrastant avec les entrées nettes de 13,2 milliards enregistrées le mois précédent. Dans un contexte de hausse des cours de bourse sur la plupart des places internationales, les résidents ont accru de près de 90 % leurs achats d'actions étrangères, à 5,6 milliards d'euros. Ils ont aussi effectué des achats d'obligations pour 13,6 milliards d'euros, dont plus de 85 % d'obligations émises par des entités de la zone euro. Les non-résidents ont réduit leurs achats nets de plus de 95 %, à moins de 1 milliard d'euros, suite au remboursement d'une importante ligne de BTAN.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) se sont traduits par des entrées nettes de 9 milliards d'euros, dont 6 milliards sous forme d'une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM) résidentes vis-à-vis de l'étranger.

En cumul sur les sept premiers mois de 2003, le

compte de transactions courantes a affiché un excédent de 7,9 milliards d'euros en données brutes, inférieur de moitié au solde de la période correspondante de l'année 2002. Toutes les rubriques ont contribué à la baisse du solde courant, à l'exception des voyages.

Du fait d'un repli plus marqué des exportations que des importations, l'excédent des *biens* a décrû de 3,7 milliards d'euros, à 2,4 milliards.

Hors voyages, le solde des *services* a diminué des deux tiers, revenant à 1,1 milliard d'euros. Les recettes ont fléchi de 6,4 % et les dépenses de 0,9 %.

Après un recul de près de 5 milliards en 2002, l'excédent des *revenus* a poursuivi son repli sur les sept premiers mois de 2003, à 3,7 milliards d'euros, contre 5,6 milliards sur la période correspondante de 2002.

Suite notamment à une hausse de la contribution nette de la France au profit des institutions européennes, le déficit du solde des *transferts courants* a augmenté de 0,7 milliard d'euros.

En cumul depuis le début de l'année 2003, le *compte financier* présente un solde débiteur de 22,8 milliards d'euros, contre 5,4 milliards sur les sept premiers mois de 2002.

Le solde des *investissements directs* s'est établi à - 9,9 milliards d'euros sur les sept premiers mois de l'année, contre - 4,8 milliards lors de la période correspondante de 2002. Les investissements directs français à l'étranger se sont presque stabilisés, à 33,5 milliards d'euros, contre 35 milliards, et les investissements étrangers en France ont diminué de 22 %, à 23,5 milliards d'euros. Au-delà de la stabilisation des flux, deux évolutions significatives concernant les investissements français directs à l'étranger méritent d'être signalées :

- un rééquilibrage des flux vers les pays situés dans la zone euro (qui ont accueilli 56 % des investissements nets depuis le début de l'année, contre 21 % sur les sept premiers mois de 2002).
- une baisse de plus de 10 milliards d'euros des opérations en capital social d'une année à l'autre, compensée par une augmentation équivalente des « autres opérations ». Ces mouvements opposés traduisent notamment une intensification des relations financières intra-firme au détriment des opérations de croissance externe.

S'agissant des investissements directs étrangers en France, la part des investissements intra-zone est restée prépondérante au cours des derniers mois (60 %). Les investissements immobiliers ont représenté près du quart des flux nets d'investissements étrangers, contre moins de 15 % sur les sept premiers mois de 2002.

Sur sept mois, les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties nettes de 29,7 milliards d'euros,

au lieu de 35,6 milliards sur les sept premiers mois de 2002. Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de 63 %, à 119,4 milliards d'euros, la hausse touchant tous les compartiments du marché. Les achats de titres français par les non-résidents ont crû de 139 %, à 89,7 milliards d'euros. Les non-résidents sont notamment revenus sur les actions françaises, qu'ils avaient délaissées en 2002, et ont doublé leurs achats d'obligations, publiques comme privées.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	2001 (a)	2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (c)	Juin 2003 (c)	Juillet 2003 (c)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (c)
Compte de transactions courantes								
Biens	25 702	27 456	- 3 864	1 621	2 517	36	15 804	7 855
Services	3 947	10 137	522	- 56	649	1 554	6 070	2 386
Total « Biens et services »	23 869	28 852	1 707	1 354	2 614	3 120	17 386	12 066
– Recettes	418 081	414 685	34 405	31 720	34 463	35 433	245 841	236 640
– Dépenses	394 212	385 833	32 698	30 366	31 849	32 313	228 455	224 574
Revenus	18 387	13 604	- 3 519	1 937	2 116	- 864	5 604	3 682
Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 2 052	- 1 670	- 2 213	- 2 220	- 7 186	- 7 893
Compte de capital	- 330	- 172	31	- 804	153	- 43	96	- 7 997
Compte financier								
Investissements directs	- 33 100	- 30 298	1 844	4 302	- 8 172	- 6 270	- 5 371	- 22 767
– Français à l'étranger	- 42 224	- 11 732	- 3 069	- 1 566	804	2 563	- 4 786	- 9 913
– Étrangers en France	- 103 899	- 66 459	- 5 911	- 4 173	- 2 654	- 3 823	- 35 023	- 33 461
Investissements de portefeuille	61 675	54 727	2 842	2 607	3 458	6 386	30 237	23 548
– Avoirs	24 004	- 19 447	- 7 751	- 1 599	13 190	- 15 091	- 35 578	- 29 729
– Engagements	- 95 017	- 84 839	- 20 611	- 21 742	- 7 228	- 16 064	- 73 049	- 119 380
Produits financiers dérivés	119 021	65 392	12 860	20 143	20 418	973	37 471	89 651
Autres investissements	2 784	5 531	- 253	1 181	- 2 765	- 3 409	1 708	- 4 934
– Avoirs	- 23 427	- 8 851	13 198	6 780	- 18 548	8 998	31 255	21 903
– Engagements	- 65 463	- 34 370	- 30 127	- 13 889	35 177	- 3 613	21 683	- 22 290
Avoirs de réserve	42 036	25 519	43 325	20 669	- 53 725	12 611	9 572	44 193
Erreurs et omissions nettes	5 763	4 201	- 281	- 494	- 853	669	2 030	- 94
	7 728	3 014	1 989	- 5 119	5 502	6 277	- 10 529	22 909

(a) Chiffres définitifs

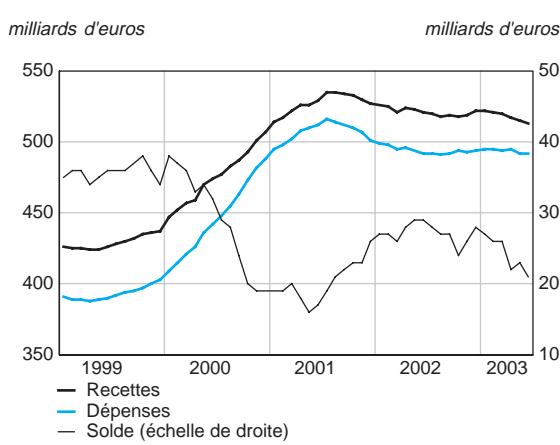
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

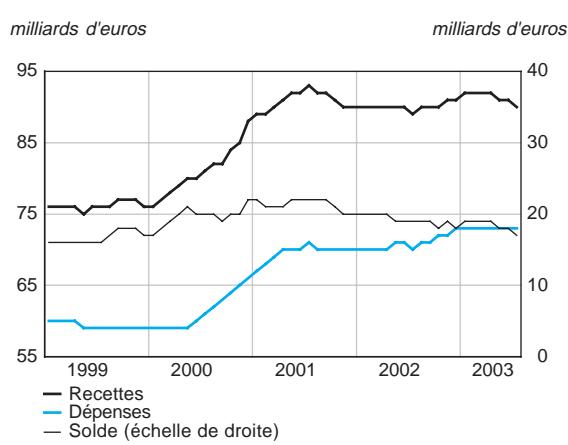
Transactions courantes

Douze mois glissants



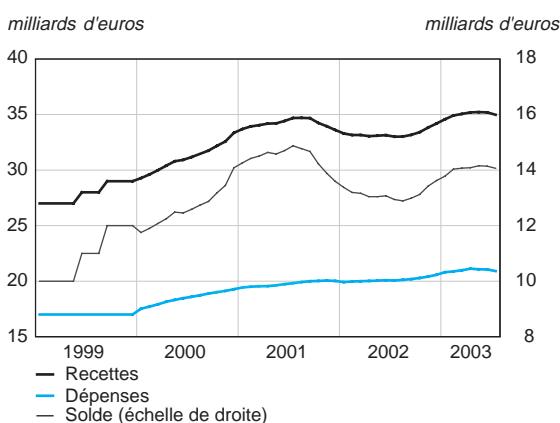
Services

Douze mois glissants (cvs)



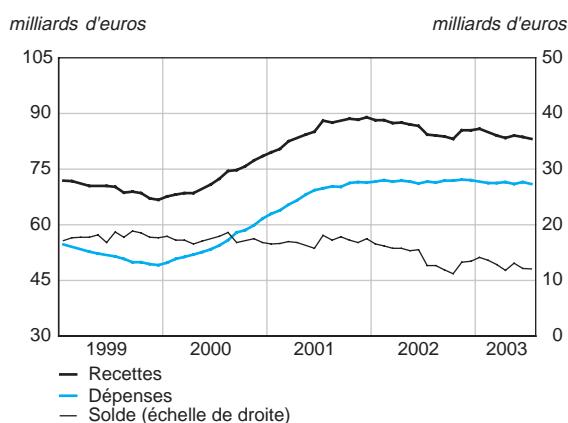
Voyages

Douze mois glissants (cvs)



Revenus des investissements

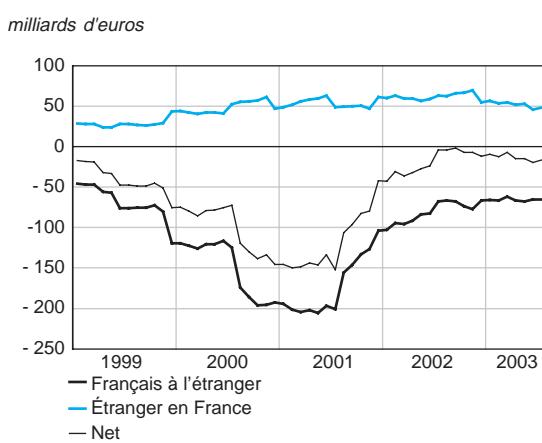
Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs

(en signe de balance)

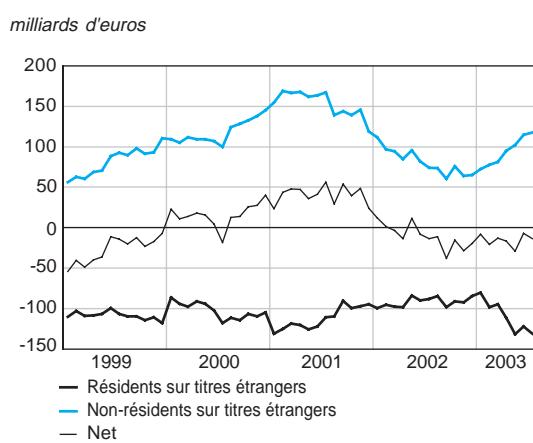
Soldes cumulés sur douze mois



Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



2. La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est établie à 8,5 %¹ en juillet, après 8,4 % en juin. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels est restée inchangée, à 8,5 % pour la période allant de mai 2003 à juillet 2003.

Le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a continué de s'inscrire à un niveau élevé (30,3 %, après 31,9 % en juin). La progression, déjà soutenue, des dépôts à vue s'est accentuée (8,8 %, après 8,5 %). Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *M1* est resté élevé, à 11,5 %, après 11,4 %.

La progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* s'est légèrement accentuée en juillet, à 5,7 %, après 5,6 % en juin. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est renforcée (- 1,1 %, après - 0,5 %) tout comme la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois (10,9 %, après 10,4 %). La progression annuelle de l'agrégat *M2* est restée inchangée en juillet, à 8,4 %.

La croissance annuelle des instruments inclus dans *M3 – M2* s'est accentuée en juillet (8,9 %, après 8,5 %), sous l'effet de la modération de la contraction des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (- 13,9 %, après - 14,8 %) et du retournement du taux

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.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)			
	Encours Juillet 2003	Taux de croissance annuel (a) Juin 2003	Part dans la zone euro Juillet 2003	
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	355,2	31,9	30,3	
+ Dépôts à vue	2 117,9	8,5	8,8	
= M1	2 473,1	11,4	11,5	
+ autres dépôts monétaires	2 628,3	5,6	5,7	
= M2	5 101,5	8,4	8,4	
+ Instruments négociables	898,1	8,5	8,9	
= M3	5 999,6	8,4	8,5	
Crédits au secteur privé (données cvs)				
Créances sur le secteur privé	6 954,3	4,5	4,9	
	7 983,6	5,1	5,5	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	355,5	3,3	5,3	16,8
Comptes sur livrets	344,9	12,3	12,5	22,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	53,7	- 10,0	- 13,6	5,1
Titres d'OPCVM monétaires	261,0	11,9	10,2	45,0
Instruments du marché monétaire	54,1	- 0,9	- 4,1	83,3
Crédits au secteur privé (c)	1 160,7	2,6	3,2	16,7
Endettement intérieur total (d)	2 651,6	6,7	7,3	
dont : Administrations publiques	938,2	10,0	10,8	
Sociétés non financières	1 134,5	4,0	4,7	
Ménages	579,0	6,7	6,9	

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

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

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

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

Depuis juillet, l'endettement des administrations publiques ne comprend plus les fonds des CCP, qui ne sont plus centralisés par le Trésor public

de croissance annuel des pensions (0,2 %, après – 1,4 %). À l'inverse, le taux de progression des titres d'OPCVM monétaires a fléchi (18,2 %, après 19,5 %).

Au sein des contreparties de M3 (en données cvs), la croissance annuelle des concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé s'est accélérée, à 5,5 %, après 5,1 %, sous l'effet du renforcement de la progression des crédits (4,9 %, contre 4,5 % en juin), alors que celle des titres autres que les actions ralentissait légèrement (15,2 %, après 15,4 %). La contribution des concours au secteur privé a augmenté (7,5 points de croissance de M3, contre 7,0 points en juin) ainsi que celle des concours aux administrations publiques (1,7 point de croissance, après 1,3 point). En revanche, la contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de M3 a diminué (4,0 points de croissance de M3 en juillet, contre 4,5 en juin).

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Juin 2003	Juillet 2003
Créances nettes sur l'extérieur	4,5	4,0
Concours au secteur privé	7,0	7,5
Concours aux administrations publiques	1,3	1,7
Ressources non monétaires	3,7	3,8
Divers	- 0,8	- 0,9
Total	8,3	8,5

Source : BCE

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

- la progression des dépôts à vue s'est renforcée en juillet : 5,3 % en un an, après 3,3 % en juin ;
- la croissance des livrets s'est légèrement accentuée : 12,5 %, après 12,3 % ;
- la contraction des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est amplifiée : – 13,6 %, après – 10,0 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'OPCVM monétaires détenus par les résidents a diminué en juillet : 10,2 %, après 11,9 % ;
- la contraction des instruments du marché monétaire s'est accélérée en juillet : – 4,1 %, après – 0,9 % en juillet.

La croissance des crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français s'est accentuée, s'établissant à 3,2 % en juillet, après 2,6 % en juin.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

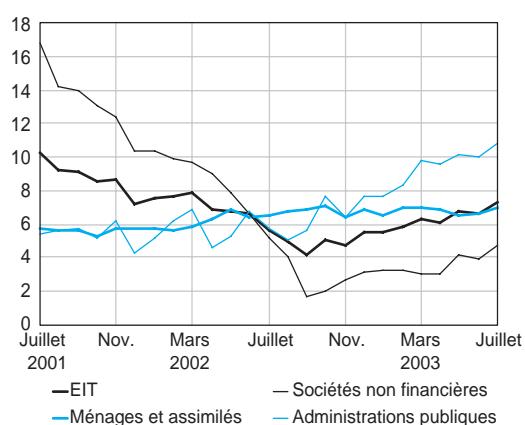
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a poursuivi sa remontée en juillet. L'accélération de la progression de l'endettement a été sensible pour les sociétés non financières et les administrations publiques ; elle a été plus modérée pour les ménages.

Endettement intérieur total par agents

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

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Endettement intérieur total	5,7	6,9	8,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,3	4,1	3,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents	14,5	3,1	8,3
Financements de marché	5,9	10,7	11,1
Financement monétaire du Trésor public	-2,2	3,8	8,2

La progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes a marqué le pas, alors que se renforçait le taux de croissance des autres sources de financement.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de juillet 2003 s'est élevé à 5,3 milliards d'euros, après 4,8 milliards en juin. Les sociétés non financières ont levé l'essentiel des capitaux. La part des émissions de titres cotés à la Bourse de Paris a nettement fléchi, comparée au mois de juin.

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

	(en milliards d'euros)				
	2001	2002	Juillet 2002	Août 2002	Juillet 2003
			à juin 2003	à juillet 2003	2003
Sociétés non financières	80,0	86,9	88,6	85,8	4,8
Autres agents (a)	1,7	2,1	2,0	2,1	0,5
Total émis (b)	81,7	89,0	90,6	87,9	5,3
dont :					
<i>Titres cotés à la cote officielle et au second marché</i>	7,5	11,3	22,7	21,7	0,6
<i>Appel public à l'épargne (c)</i>	3,3	6,2	20,7	18,3	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

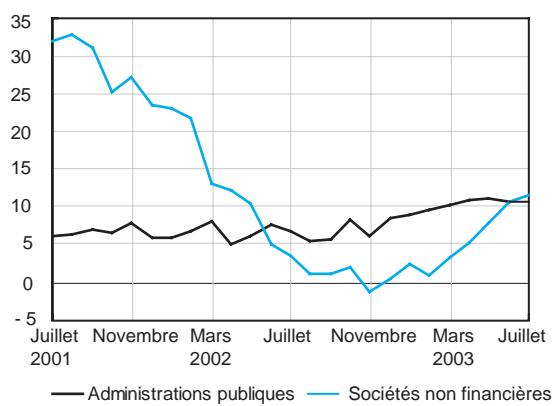
Les administrations publiques ont continué d'accroître leurs recours aux marchés de titres de dette, notamment sur le compartiment du court terme. En revanche, le taux de croissance sur un an de l'endettement des sociétés financières sur les marchés n'a pas varié en juillet.

Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Endettement sur les marchés	5,9	10,7	11,1
Administrations publiques	6,8	10,5	11,3
≤ 1 an	50,8	40,3	43,0
> 1 an	3,4	7,4	7,9
Sociétés non financières	3,6	10,7	10,7
≤ 1 an	-25,8	-8,6	-5,7
> 1 an	12,1	14,4	13,9

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

(taux de croissance annuel en %)



En juillet, les émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents ont été négatives de -6,2 milliards d'euros. En cumul sur les douze derniers mois, leur montant s'est établi à 108,3 milliards d'euros. Il avait été de 64,4 milliards pour toute l'année 2002.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin juillet 2003
	2002	Juillet 2002 à juin 2003	Août 2002 à juillet 2003	Juillet 2003	Juillet 2002 à juin 2003	Août 2002 à juillet 2003	
Sociétés non financières	16,6	35,0	33,7	- 0,1	61,1	63,2	4,7
dont : devises	1,0	2,6	2,6	0,1	6,6	7,3	0,9
État	27,4	51,2	53,9	- 9,5	115,4	119,5	12,7
Administrations publiques (hors État)	- 5,2	- 1,9	- 2,0	- 0,1	1,8	1,8	-
dont : devises	- 1,8	- 1,1	- 1,1	-	-	-	2,1
Institutions financières monétaires	24,1	18,1	21,6	3,6	96,4	96,8	8,3
dont : devises	6,3	3,1	3,1	- 0,1	24,1	22,1	0,9
Institutions financières non monétaires	1,5	1,5	1,0	- 0,2	4,1	2,6	1,1
dont : devises	-	-	-	-	-	-	0,6
Total	64,4	103,9	108,3	- 6,2	278,8	283,9	25,8
dont : devises	5,6	4,6	4,6	- 0,1	30,7	29,5	1,8
							1 406,7
							111,2

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 août 2003**Obligations émises à Paris**

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin août 2003
	2002	Août 2002 à juillet 2003	Sept. 2002 à août 2003	Août 2003	Août 2002 à juillet 2003	Sept. 2002 à août 2003	
Sociétés non financières	2,5	10,2	10,7	-	26,6	27,1	0,5
État	34,6	36,7	36,4	- 0,2	65,2	65,2	-
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	- 0,6	- 1,1	-	1,8	1,4	-
Institutions financières monétaires	- 8,8	- 3,7	- 2,7	0,2	20,9	20,9	0,3
Institutions financières non monétaires	- 0,1	- 0,1	- 0,1	-	0,9	0,9	-
Total	24,7	42,4	43,2	0,0	115,2	115,3	0,8
							863,6

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'août, période traditionnellement calme, s'est établi à 800 millions d'euros. Compte tenu de remboursements de 0,8 milliard d'euros, le montant des émissions nettes sur la place de Paris a été voisin de zéro au cours du mois sous revue.

France Trésor n'a pas émis d'obligations ouvertes aux investisseurs institutionnels au mois d'août, les émissions de ce mois étant traditionnellement réservées aux personnes physiques. À fin août 2003, l'État a réalisé 73 % de son programme indicatif d'émissions d'OAT pour l'année entière. La dette obligataire de l'État représentait à cette même date 58,8 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions brutes des institutions financières (monétaires et non monétaires) ont atteint 300 millions d'euros en août. Le cumul sur un an des émissions nettes de ce secteur demeure négatif (- 2,8 milliards d'euros).

Les sociétés non financières ont levé 0,5 milliard d'euros en août, représentant 63 % du montant des émissions du mois sous revue. Compte tenu d'un montant de remboursements de 0,5 milliard d'euros, les émissions nettes sur la place de Paris ont été nulles.

Les émissions brutes ont été de 25,7 milliards d'euros en juillet, et de 283,9 milliards sur les douze derniers mois. Les capitaux ont été levés en quasi-totalité sur la place de Paris et 92 % de l'encours émis est libellé en euros.

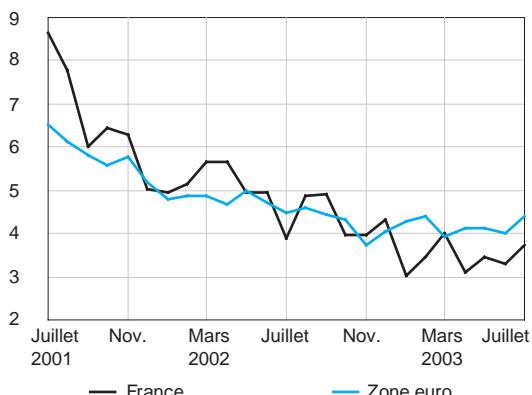
2.2.2. L'évolution des crédits

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a augmenté, passant de 3,3 % en juin à 3,7 % en juillet.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Crédits des IFM	3,9	3,3	3,7
Banques	3,8	2,9	3,7
CDC et CNE	2,6	8,0	7,1
Établissements spécialisés	6,7	4,3	3,9

La croissance de l'encours des crédits distribués par les banques s'est renforcée, tandis que celle des crédits distribués par les établissements spécialisés et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a ralenti.

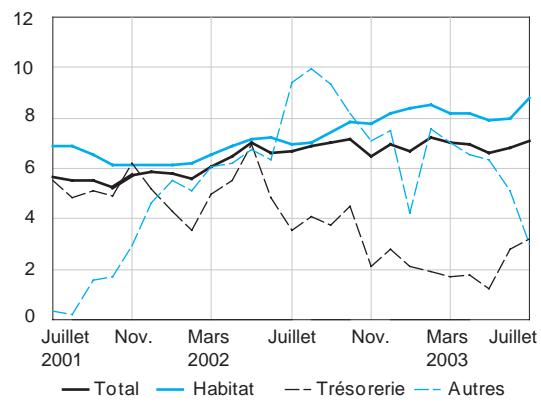
Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Crédits des IFM	3,9	3,3	3,7
aux administrations publiques	3,2	10,2	9,0
au secteur privé	3,9	2,6	3,2
donc :			
Crédits des EC aux ménages	6,6	6,8	7,1
donc : Trésorerie	3,6	2,8	3,2
Habitat	7,0	8,0	8,8
Crédits des EC			
aux sociétés non financières	2,2	0,6	- 0,2
donc : Trésorerie	- 7,1	- 8,4	- 10,1
Investissement	8,5	3,4	2,4

Le taux de croissance des crédits consentis au secteur privé s'est inscrit en hausse. L'évolution en rythme annuel des crédits consentis aux sociétés non financières est devenue légèrement négative, mais elle a été plus que compensée par l'accélération de la progression, déjà soutenue, des crédits accordés aux ménages.

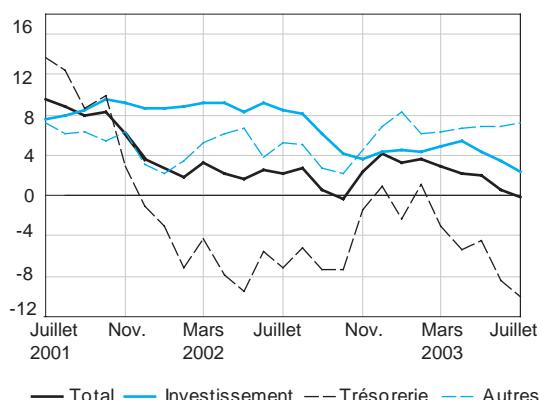
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux débiteurs

Les taux des crédits aux entreprises, à l'habitat et à la consommation ont légèrement fléchi dans la zone euro en juillet 2003.

Taux d'intérêt débiteurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Crédits à la consommation			
Zone euro	9,78	9,15	9,09
France	9,38	8,68	8,68
Crédits à l'habitat à taux fixe			
Zone euro	5,68	4,34	4,22
France	6,04	5,53	5,53
Crédits aux entreprises ≤ 1 an			
Zone euro	6,16	5,39	5,31
France	4,65	4,12	4,12
Crédits aux entreprises > 1 an			
Zone euro	5,79	4,86	4,78
France	4,99	4,55	4,55

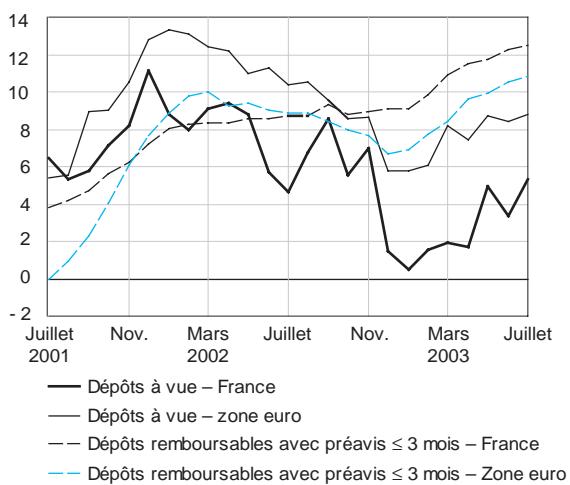
Sources : BCE, Banque de France

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 %)

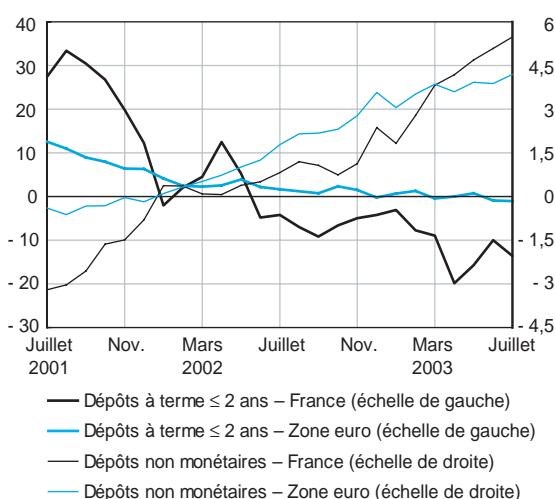


Sources : BCE, Banque de France

En France et dans la zone euro, la croissance des dépôts à vue et celle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois se sont accélérées en juillet.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



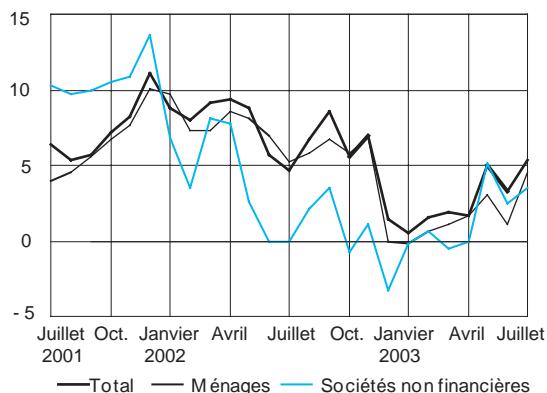
**Dépôts à vue
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Dépôts à vue	4,6	3,3	5,3
Ménages	5,2	1,1	4,5
Sociétés non financières	0,0	2,5	3,5
Autres	- 0,7	0,3	- 12,9

En France, la hausse du taux de croissance annuel des dépôts à vue a été plus marquée pour les ménages que pour les sociétés non financières.

**Dépôts à vue par agents
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Comptes sur livret
(France)**

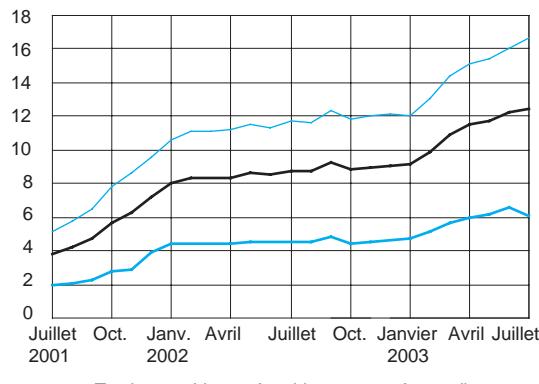
(taux de croissance annuel en %)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Comptes sur livret	8,7	12,3	12,5
Livrets A et bleus	4,6	6,6	6,1
Livrets soumis à l'impôt	22,4	32,8	34,3
Livrets d'épargne populaire	5,3	6,7	7,2
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,3	8,9	8,8

Le taux de progression de l'ensemble des comptes sur livrets a continué de se renforcer. La forte croissance des livrets soumis à l'impôt a encore accéléré, ainsi que, dans une moindre mesure, celle des livrets d'épargne populaire. En revanche, le rythme annuel de collecte des livrets A et bleus a diminué.

**Comptes sur livret
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



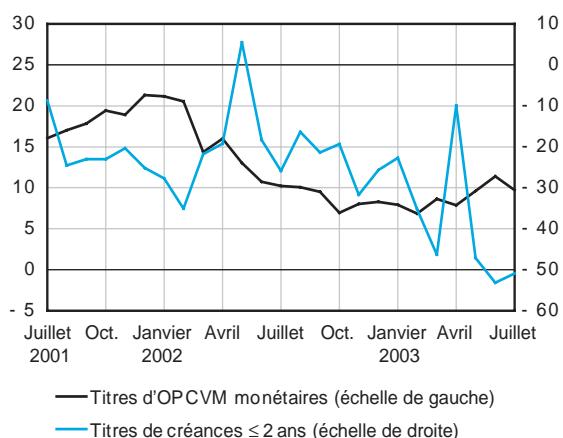
**Placements rémunérés
aux taux du marché monétaire
(France)**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	1,2	- 0,5	- 0,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 4,2	- 10,0	- 13,6
Titres d'OPCVM monétaires	10,2	11,4	9,7
Titres de créances ≤ 2 ans	- 25,9	- 53,2	- 50,9
Pensions	- 0,3	13,0	24,1

Tous produits confondus, le rythme, légèrement négatif, d'évolution des placements rémunérés aux taux du marché monétaire a peu varié de juin à juillet : le ralentissement de la croissance des titres d'OPCVM monétaires et l'accélération de la baisse des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ont été compensés par une forte poussée des pensions et une moindre contraction des titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

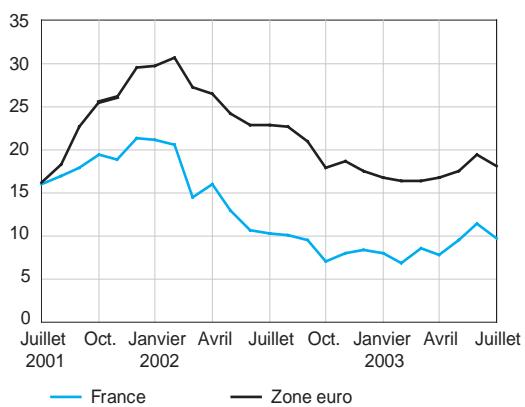
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

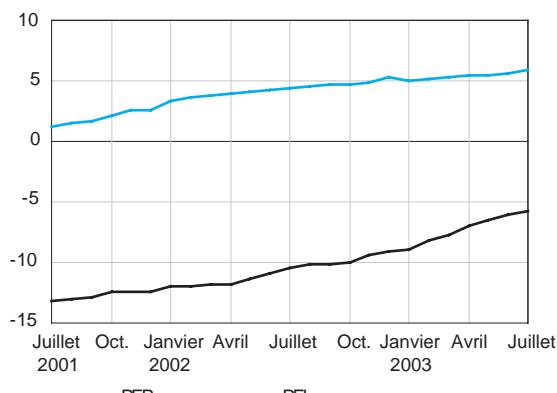
(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Dépôts non monétaires	0,8	5,1	5,5
PEP bancaires	- 10,4	- 6,1	- 5,8
PEL	4,4	5,6	5,9

La poursuite de la hausse du taux de croissance des encours de PEL et le ralentissement de la baisse des encours de PEP bancaires ont contribué au renforcement de la progression des dépôts non monétaires.

Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

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

	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	(en %)
OPCVM obligations	25,6	29,2	29,6	
OPCVM actions	31,1	25,0	25,3	
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	35,0	
OPCVM garantis	7,1	9,6	10,1	
Total	100,0	100,0	100,0	

Source : Commission des opérations de bourse

Par rapport à décembre 2002, la part des OPCVM « diversifiés » s'est réduite au profit 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	Juin 2003	Juillet 2003
OPCVM obligations	- 3,9	- 8,2	- 4,4	- 3,7
OPCVM actions	6,4	3,3	2,7	0,4
OPCVM diversifiés	1,2	- 4,5	- 5,6	- 5,2

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » ont sensiblement diminué ; ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » ont reculé plus légèrement, alors que les flux nets de souscription d'OPCVM « actions » baissaient fortement.

Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM

	(en %)			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Juin 2003	Juillet 2003
OPCVM obligations	4,9	7,2	9,7	8,0
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	- 16,8	- 5,6
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	- 2,9	1,0

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 : Europerformance – Groupe Fininfo

Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » a fléchi par rapport au mois dernier, celui des titres d'OPCVM « actions » a poursuivi son redressement tout en restant négatif, et celui des titres d'OPCVM « diversifiés » est redevenu légèrement positif.

Les taux créditeurs

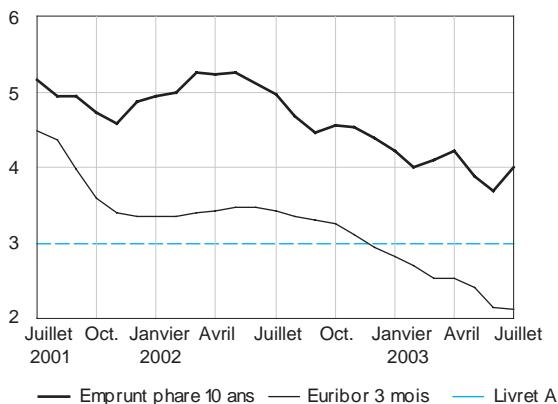
Sur les marchés, les taux d'intérêt à court terme ont peu varié en juillet, alors que les taux à long terme ont enregistré une forte remontée.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Euribor 3 mois	3,41	2,15	2,13
Emprunt phare 10 ans	4,96	3,69	4,01
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 %)

	Juillet 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Dépôts à vue			
Zone euro	0,74	0,52	0,46
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,13	1,83	1,77
France	3,07	3,06	3,06
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,90	1,84	1,77
France	3,41	2,15	2,13
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	4,02	2,76	2,65
France	4,50	4,11	4,18

Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro et en France, les taux créditeurs à terme ont, pour l'essentiel, été orientés à la baisse.

3. Les marchés de capitaux

Le mois d'août a été caractérisé par l'amélioration sensible des perspectives économiques aux États-Unis et au Japon dans le sillage de la publication d'indicateurs économiques généralement très positifs dans ces deux pays.

Dans ce contexte :

- le dollar et le yen se sont appréciés, notamment face aux principales devises européennes ;
- les rendements obligataires américains et japonais ont continué à se tendre fortement, cette hausse se diffusant aux rendements européens ;
- les réallocations d'actifs au détriment des marchés obligataires ont profité aux marchés boursiers.

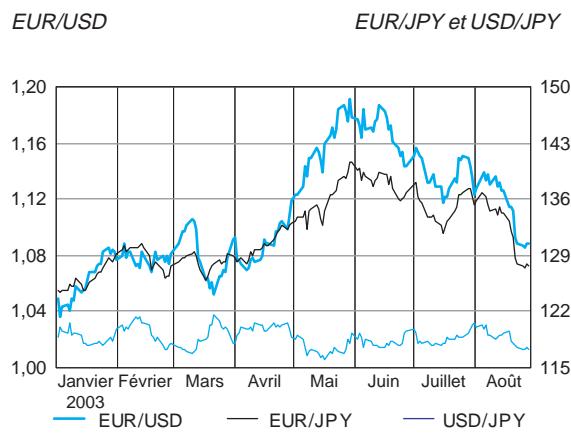
Ces mouvements ont été particulièrement marqués au Japon, suite à la publication de statistiques économiques nettement supérieures aux attentes. Des volumes de négociation limités en cette période estivale ont toutefois pu contribuer à accentuer certains mouvements.

3.1. Les marchés de change et des matières premières

Appréciation marquée et généralisée du yen

Au cours de la période sous revue, le yen a enregistré la plus forte progression parmi les principales devises, y compris le dollar. Dans des marchés relativement creux, en raison de la période estivale, le yen est sorti de l'étroite fourchette d'évolution vis-à-vis de la devise américaine (118,50-120,50) dans laquelle il s'était stabilisé, pour toucher 116,7 le 29 août. La publication de statistiques économiques supérieures aux attentes (en particulier une progression du PIB au deuxième trimestre de 0,6 % en rythme trimestriel) a permis une progression très significative des marchés boursiers, ce qui a exercé une pression à la hausse sur la devise nippone. L'afflux de capitaux étrangers en direction des marchés boursiers japonais (+ 1 353 milliards de yens, soit 11,8 milliards d'euros, au mois d'août) a particulièrement pesé sur l'euro contre la devise japonaise, l'EUR/JPY touchant son plus bas niveau depuis cinq mois, à 126,73, le 26 août.

Taux de change du dollar des États-Unis et de l'euro



Appréciation du dollar des États-Unis, face aux principales devises (en particulier euro, franc suisse et livre sterling)

Face aux autres devises, le dollar a bénéficié de l'amélioration sensible des perspectives économiques aux États-Unis, en liaison avec la publication de différentes données économiques meilleures qu'attendu (notamment, la croissance plus forte que prévu du PIB à 3,1 % au deuxième trimestre, après 1,4 % le trimestre précédent, l'amélioration de la production industrielle en juillet, et la réduction du déficit commercial en juin). Contrastant avec l'amélioration des statistiques américaines, la publication d'indicateurs moroses dans la zone euro (en particulier, la récession technique en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, et la baisse de 0,3 % du PIB français au deuxième trimestre) a pesé sur l'euro. Aussi l'EUR/USD a-t-il enregistré un certain repli, jusqu'à toucher au plus bas, 1,0794, le 26 août.

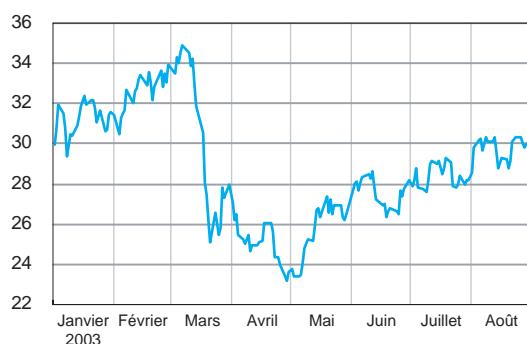
À l'approche du référendum sur l'entrée de la Suède dans la zone euro, fixé au 14 septembre, la couronne suédoise a enregistré une évolution heurtée vis-à-vis de l'euro, l'EUR/SEK fluctuant dans une fourchette relativement large (9,15-9,30).

Sur les marchés de matières premières, les tensions sur les prix du pétrole ont persisté au mois d'août. La hausse des prix du pétrole découle en grande partie des incertitudes pesant sur l'offre (situation politique

toujours instable au Venezuela, difficultés d'exploitation au Nigeria et persistance de l'instabilité en Irak), tandis que la demande est restée soutenue, notamment en provenance de certains pays en fort développement, comme la Chine. Diverses statistiques ont, en outre, fait apparaître la faiblesse des stocks aux États-Unis et pour les pays de l'OCDE par rapport à leurs niveaux de moyen terme.

Cours du brent

(en dollars)



3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Les marchés de taux internationaux ont poursuivi leur correction. La hausse des rendements obligataires américains s'est à nouveau propagée aux taux d'intérêt européens.

Hausse généralisée des rendements à court terme

Les taux d'intérêt à court terme se sont globalement inscrits en hausse, en liaison avec l'amélioration de l'activité économique aux États-Unis et au Japon. En dépit de commentaires de divers responsables du Système fédral de réserve américain soulignant le maintien du *statu quo* monétaire pour une période « considérable », les anticipations de resserrement de la politique monétaire, qui s'étaient fait jour dès juillet, se sont maintenues aux États-Unis.

La pente de la courbe Eurodollar s'est accentuée : l'écart de taux entre les échéances septembre 2003 et juin 2004 a progressé de 19 points de base, à 72 points de base (taux implicite du contrat Eurodollar juin 2004 à 1,87 % fin août), les opérateurs considérant que la reprise actuelle est susceptible de donner lieu à un resserrement monétaire dès le printemps prochain.

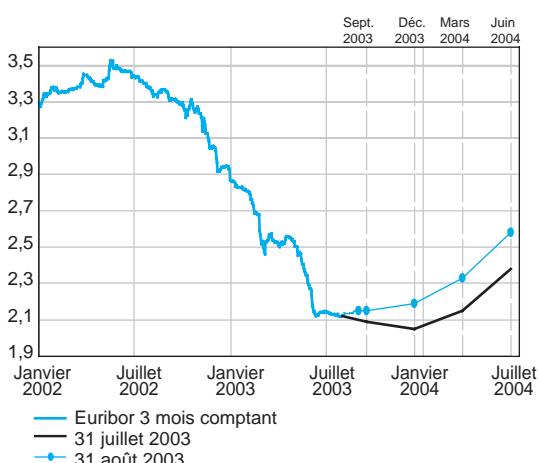
Un phénomène similaire a été enregistré au Japon. En dépit de nouvelles mesures soulignant l'engagement de la Banque du Japon en faveur d'une politique monétaire demeurant accommodante (nouvelles opérations d'injection de liquidité à long terme par le biais d'achats-ventes ferme à 9 mois, au lieu des maturités à 4-5 mois utilisées précédemment pour des opérations comparables), l'évolution des contrats Euroyen sur la période fait apparaître des anticipations d'une première hausse de 25 points de base des taux d'intérêt directeurs japonais d'ici juin 2004. Ces anticipations plus précoces d'inversion du cycle de politique monétaire au Japon ont, en outre, été favorisées par un ralentissement de la baisse des prix en juillet.

La courbe monétaire de la zone euro s'est également déplacée vers le haut et pentifiée. Le taux implicite du contrat Euribor d'échéance mars 2004 a enregistré une hausse de 26 points de base, pour s'établir à 2,33 % à la fin du mois d'août, les participants de marché anticipant désormais une remontée des taux d'intérêt directeurs de la BCE dès le printemps 2004.

Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour en zone euro, le taux Eonia s'est stabilisé légèrement en dessous de 2,10 %, à l'exception de la hausse significative enregistrée le 22 août, le taux ressortant à 2,45 %, en liaison avec la fin de la période de constitution de réserves obligatoires.

Taux implicites des contrats Euribor

(en %)



Remontée des rendements obligataires, en particulier sur les maturités les plus courtes

La hausse des taux à court terme ainsi que les réallocations de portefeuille en faveur d'actifs plus risqués ont pesé sur les marchés obligataires, accentuant la remontée des rendements sur les principaux marchés observée depuis le début de l'été. Les rendements obligataires américains se sont tendus dans un mouvement d'aplatissement de la courbe, le rendement de maturité 2 ans enregistrant la plus forte progression (39 points de base à 1,98 %, contre 20 points de base pour le 10 ans). La mise en œuvre d'opérations de couverture de portefeuille de titres hypothécaires a également contribué à ce mouvement.

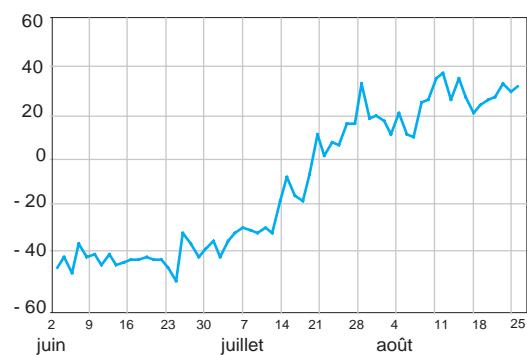
Au Japon, les titres d'État ont subi, après une première correction du mois de juin, une seconde dégradation significative, notamment à la suite de la publication d'une progression du PIB largement supérieure aux attentes au deuxième trimestre. La remontée des rendements obligataires nippons s'est effectuée dans un mouvement de pentification de la courbe (hausse de 12, 39 et 52 points de base respectivement sur les maturités 2, 5 et 10 ans). Le faible engouement pour le marché obligataire a été illustré par les résultats décevants des adjudications sur la période. En effet, tandis que les *city banks* japonaises ont continué à vendre les obligations domestiques, les grands comptes domestiques publics et privés ne se sont pas porté de façon significative vers les fonds d'État.

La remontée des rendements obligataires aux États-Unis et au Japon s'est propagée aux marchés de taux dans la zone euro, en dépit de la publication d'indicateurs économiques globalement moroses (notamment la contraction des PIB au deuxième trimestre en Allemagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas). Les maturités les plus courtes de la courbe obligataire ont enregistré les tensions les plus importantes, avec une hausse de 24, 23 et 10 points de base respectivement sur les maturités 2,5 et 10 ans, pour s'établir à 2,60 %, 3,52 % et 4,18 %.

Les rendements à long terme américains, qui étaient passés au-dessus des rendements longs européens fin juillet, demeurent supérieurs à ces derniers (voir graphique ci-après). L'écart entre le rendement à 10 ans américain et celui à 10 ans français s'est ainsi établi à plus de 30 points de base fin août.

Écarts des rendements 10 ans entre les États-Unis et la France

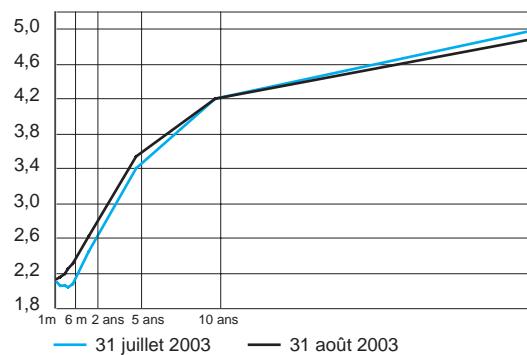
(en points de base)



En dépit de la progression relativement importante des rendements, la volatilité implicite des options sur le contrat à terme *Bund* s'est stabilisée. Pour l'échéance décembre 2003, celle-ci est ainsi ressortie à 6,06 % fin août, contre 6,04 % fin juillet.

Courbe des taux en France

(en %)



Les écarts de taux entre les obligations privées et les titres d'État ont continué à se resserrer

**Primes de signature dans la zone euro
(en points de base)**

Émetteur	29 août 2003	31 juillet 2003	Variation	Variation/ 31 déc. 2002	Plus haut 2002
Industrielles					
AAA	9	9	0	4	21
AA	28	29	- 1	- 8	61
Financières					
AA	37	36	1	- 7	60
Corporate					
BBB	105	109	- 4	- 62	267
Industrielles					
BBB	110	118	- 8	- 54	286
Télécom					
BBB	110	118	- 8	- 73	255

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Les primes de signature sur la plupart des titres obligataires privés ont repris leur tendance baissière. En effet, dans un contexte d'annonces de résultats trimestriels en hausse, tant aux États-Unis qu'en Europe, et de progression des marchés boursiers, les titres privés ont été les plus recherchés. Les titres du secteur des télécommunications et ceux notés BBB ont été particulièrement favorisés par la poursuite du recul de l'aversion au risque.

3.3. Les marchés boursiers

Progression généralisée des marchés actions, plus marquée au Japon qu'aux États-Unis ou en Europe

Les marchés d'actions ont progressé jusqu'au 25 août, puis se sont stabilisés par la suite. Le CAC, le Dow Jones, le Nasdaq et le Nikkei ont ainsi atteint leurs plus hauts niveaux depuis, respectivement, novembre, juin, avril et juillet 2002. Les marchés d'actions ont bénéficié de la publication d'indicateurs avancés montrant une accélération de la croissance aux États-Unis. Les chiffres de la productivité en forte hausse, notamment, témoignent, selon les participants de marché, de l'amélioration probable de la profitabilité des entreprises au cours des prochains mois. Cette remontée des cours s'est inscrite, de part

et d'autre, dans des volumes relativement limités. Le marché japonais a fait exception, le Nikkei franchissant le seuil de 10 000 points dans des volumes étroits, supérieurs à ceux constatés depuis le début de l'année.

Indices boursiers

Au 29 août 2003

	Niveau au 29 août 2003	(indice en points, variation en %)	Variation/ 31 juillet 2003	Variation/ 31 décembre 2002
Indices larges				
CAC 40	3 311,42	3,15	8,08	
DAX	3 520,00	3,0	21,7	
EuroStoxx50	2 593,00	4,7	8,7	
FTSE	4 218,00	1,7	7,0	
Nikkei	10 343,00	8,2	20,6	
Dow Jones	9 374,00	1,9	12,4	
Indices technologiques				
ITCAC	848,30	4,5	37,2	
Nasdaq	1 807,00	4,6	35,3	

Aux États-Unis, le Nasdaq a connu une appréciation plus marquée que le Dow Jones. Les sous-indices du Standard & Poor's 500 relatifs à l'électronique et aux semi-conducteurs ont, en effet, progressé de 20 % environ, soutenus par des révisions à la hausse de la demande dans ces secteurs pour la fin de l'année 2003.

En Europe, en dépit de la confirmation du ralentissement économique, les bourses se sont inscrites dans le sillage des indices américains, enregistrant parfois une meilleure performance. L'optimisme né d'une éventuelle reprise aux États-Unis a, en premier lieu, bénéficié aux activités cycliques (+ 11,3 %), aux entreprises technologiques (+ 9,8 %), ainsi qu'au secteur automobile (+ 9 %). *A contrario*, le secteur bancaire, moins sensible à une reprise de l'activité outre-Atlantique, a reculé de 2,3 %, celui des assurances (- 3,9 %) étant pénalisé par des inquiétudes liées à la nécessité d'éventuelles recapitalisations. Cette relative atonie du secteur financier a pesé sur l'indice FTSE, dont la performance a été la plus faible sur le mois.

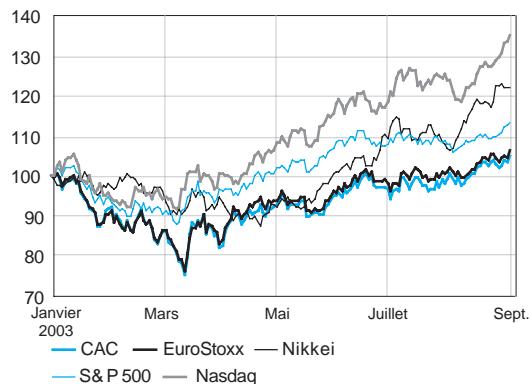
Le Nikkei a connu la progression la plus importante

au cours de la période sous revue. L'analyse sectorielle révèle une progression relativement homogène bénéficiant tant aux activités liées à l'exportation (le sous-indice Topix du transport maritime a connu la plus forte hausse, 28,4 %, en août) que celles dépendantes de l'activité domestique (le sous-indice du secteur immobilier a progressé de 23,9 %). Il ressort des statistiques hebdomadaires du *Tokyo Stock Exchange* que les investisseurs étrangers sont restés les principaux acheteurs d'actions japonaises, avec un total investi de 1 660 milliards de yens (soit environ 15 milliards de dollars). Les résidents ont, *a contrario*, continué à vendre des actions. Le secteur financier japonais a ainsi effectué pour 1 096 milliards de yens de ventes sur le mois.

La volatilité implicite des indices boursiers est revenue sur les niveaux du premier semestre 2002, soit environ 25 % pour le DAX et 20 % pour les marchés américains.

Indices boursiers

Base 100 au 31 décembre 2002



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 %)

	Août 2003		Moyenne année 2003	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	315,2	55,8	428,1	60,5
Pensions à taux fixe	92,3	16,3	123,8	17,5
Pensions à taux variable	222,9	39,4	304,3	43,0
BTAN	145,8	25,8	181,4	25,7
Pensions à taux fixe	37,3	6,6	54,3	7,7
Pensions à taux variable	108,5	19,2	127,0	18,0
BTF	104,5	18,4	97,0	13,8
Pensions à taux fixe	5,0	0,9	18,1	2,5
Pensions à taux variable	99,2	17,5	78,9	11,3
TOTAL	565,2	100,0	705,6	100,0
Pensions à taux fixe	134,6	23,8	196,3	27,6
Pensions à taux variable	430,6	76,2	510,3	72,4

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	31 juillet	29 août	Variation
	2003	2003	
1 mois	2,04	2,06	+ 2
3 mois	2,02	2,04	+ 2
6 mois	2,01	2,14	+ 13
12 mois	2,05	2,21	+ 16
2 ans	2,49	2,62	+ 13
5 ans	3,33	3,54	+ 21

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

Titres de créances négociables	Émissions en août 2003		Encours à fin août
	brutes	nettes	
Certificats de dépôt négociables	370,0	3,6	325,7
BMTN	305,2	2,0	202,1
Billets de trésorerie	0,7	0,0	52,1
	64,1	1,6	71,5

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

	26 juillet au 1 ^{er} août	2 au 8 août	9 au 15 août	16 au 22 août	23 au 29 août
Billets à 1 jour	2,11	2,14	2,11	2,13	2,18
Billets à 10 jours	—	—	—	—	—
Billets à 30 jours	2,17	2,17	2,16	2,17	2,17
Billets à 90 jours	2,18	2,22	2,19	2,20	2,21
Billets à 180 jours	2,19	2,28	2,18	—	2,29

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	26 juillet au 1 ^{er} août	2 au 8 août	9 au 15 août	16 au 22 août	23 au 29 août
Certificats à 1 jour	2,09	2,10	2,08	2,11	2,12
Certificats à 10 jours	2,08	2,07	2,03	2,05	2,12
Certificats à 30 jours	2,09	2,08	2,08	2,09	2,10
Certificats à 90 jours	2,15	2,17	2,16	2,16	2,17
Certificats à 180 jours	2,15	2,18	2,17	2,23	2,14

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	4	13	16	9
Juin	1	7	7	5
Juillet	1	6	6	4
Août	—	—	—	—
3 mois	5	13	16	9
Juin	4	12	12	8
Juillet	3	10	11	7
Août	—	—	—	—

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

Les spreads relevés au cours du mois d'août entre les différentes populations d'émetteurs de billets de trésorerie traduisent une légère baisse par rapport aux swaps de référence.

Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière

Synthèse du colloque international de la Banque de France

La Banque de France a organisé, le 7 mars 2003, un colloque international sur le thème « Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière ». Ce colloque a réuni 245 participants dont 68 gouverneurs, sous-gouverneurs et responsables de haut rang de banques centrales, 34 universitaires et économistes de renom, ainsi que 55 représentants de grandes institutions financières et d'organismes internationaux.

Après les remarques introductives de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, trois sessions ont été successivement ouvertes :

- « *Cycles réels et financiers : faits stylisés* », sous la présidence d'Olivier-Jean Blanchard, professeur au Massachusetts Institute of Technology ;
- « *Changements dans les comportements et les structures de marché* », sous la présidence d'Alexandre Lamfalussy, professeur à l'université catholique de Louvain ;
- « *Cyclicité et politique monétaire* », sous la présidence d'Ernst Welteke, président de la Banque fédérale d'Allemagne.

Outre ces sessions, Alan Greenspan, président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain, a présenté, par vidéoconférence, une analyse de la relation entre mondialisation et finance internationale. Une table ronde, présidée par Jaime Caruana, gouverneur de la Banque d'Espagne, a fait le point sur le thème « cyclicité et stabilité financière internationale ». Les travaux ont été clos par une synthèse réalisée par Andrew Crockett, directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI) et président du Forum de stabilité financière (FSF).

Sanvi AVOUYI-DOVI
Direction des Études économiques et de la Recherche
Centre de Recherche

NB : Cette synthèse a été soumise à l'approbation de tous les intervenants.

Après avoir remercié l'assistance, Jean-Claude Trichet observe que ce colloque fournit l'occasion de réunir un grand nombre de gouverneurs de banques centrales, des universitaires et économistes de renom, ainsi que des représentants des grandes institutions financières et d'organismes internationaux. Il présente ensuite brièvement le programme qui se décompose en trois sessions, suivies d'une intervention d'Alan Greenspan, d'une table ronde de la journée et d'une synthèse finale. Il rappelle la création d'un nouveau réseau, le Réseau sur les cycles d'activité de la zone euro (*Euro Area Business Cycle Network*), commun aux banques centrales de l'Eurosystème et au *Centre for Economic Policy Research*, consacré à l'analyse des cycles en Europe, et conclut son intervention par des remarques et observations sur le thème du colloque.

Selon Jean-Claude Trichet, le concept de cycle doit être précisé : les sceptiques, comme Irwin Fisher en 1925, se demandent si les cycles existent réellement et si ce terme ne désigne pas simplement une fluctuation de variables autour de leur moyenne ; en s'inscrivant dans la démarche proposée, notamment aux États-Unis par Westley Mitchell en 1927, ou Arthur Burns et Westley Mitchell en 1946, on peut définir un cycle, par exemple, comme une succession de phases de récession ou d'expansion. Jean-Claude Trichet souligne que l'on doit les travaux fondateurs réalisés dans les années quarante et cinquante à toute une génération de chercheurs réunis au *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Il insiste ensuite sur le fait que les réflexions sur les caractéristiques des cycles (leur durée, leur amplitude, l'asymétrie des différentes phases, etc.) continuent cependant de faire l'objet de vives discussions. Il attire l'attention de l'auditoire sur le fait que l'intérêt de l'étude des cycles réside également dans l'analyse des impulsions et de leurs mécanismes de propagation, comme l'ont démontré Robert Frisch en 1933 ou Evgeny Slutsky en 1937.

Il termine son allocution en formulant quelques interrogations : la synchronisation des cycles est un concept assez bien documenté aujourd'hui, mais qui continue de faire l'objet de débats. Comment peut-on mesurer le degré de synchronisation ou de co-mouvement des variables ? Quelles sont les contributions relatives des chocs internes, réels ou monétaires, et des chocs extérieurs dans la synchronisation des cycles ? Enfin, Jean-Claude Trichet pose une question qui intéresse toutes les zones monétaires et plus particulièrement, aujourd'hui, les pays de la zone euro : dans quelle mesure les cycles des pays membres ou des régions sont-ils synchronisés ?

1. Cycles réels et financiers – faits stylisés (session 1)

Présidence : Olivier-Jean Blanchard (professeur au *Massachusetts Institute of Technology*)

Intervenants : Ray Barrell, professeur (directeur de recherche au *National Institute for Economic and Social Research* – NIESR), Jean-Philippe Cotis (économiste en chef à l’Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE), Christine Cumming (directeur général à la Banque fédérale de réserve de New York), Pierre-Yves Hénin (professeur à l’université de Paris I, directeur du Centre d’études prospectives d’économie mathématique appliquées à la planification – CEPREMAP)

Ray Barrell centre son exposé sur l’analyse de la liaison entre cyclicité et évolutions financières internationales. Selon l’orateur, la mondialisation a accru l’interdépendance des économies en contribuant, à la fois, à un meilleur partage international du risque et à l’accroissement de phénomènes de contagion. L’analyse de la nature des cycles permet de comprendre ces faits.

L’orateur distingue trois facteurs affectant les cycles : les chocs frappant les relations structurelles dans une économie, les réponses des différentes économies aux chocs et les choix des décideurs publics pour corriger les effets de ces chocs. Une fois la mesure des cycles effectuée, plusieurs questions peuvent être posées. Quel a été le rôle de la politique économique dans l’absorption ou la propagation des chocs ? A-t-il eu pour conséquence l’apparition de cycles plus amortis et plus espacés dans le temps ? La mondialisation et le partage du risque ont-ils permis une meilleure absorption des chocs ou ont-ils contribué à les propager ? Enfin, le dernier cycle était-il différent des autres ?

Plusieurs méthodes d’évaluation des cycles existent, mais elles ne donnent pas forcément les mêmes résultats et dépendent souvent des choix de modélisation. Toutefois, un consensus s’est dégagé, selon Ray Barrell, sur une apparition de cycles plus amortis, devenus ainsi plus similaires, particulièrement dans la zone euro, caractérisée par l’émergence d’un cycle commun.

Trois raisons peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène récent : les autorités politiques, notamment monétaires, ont été plus efficaces et ont su concevoir des cadres permettant une meilleure absorption des chocs ; le secteur privé a également contribué à absorber les chocs grâce aux réformes des marchés et au rôle bénéfique de la mondialisation ; les récents chocs ayant affecté les économies semblent plus bénins.

Plusieurs indicateurs d’ouverture de marchés suggèrent un rôle croissant de la mondialisation : les ratios du commerce extérieur au PIB, les détentions croisées d’actifs et le rapport de l’investissement direct étranger au PIB ont crû au cours des vingt dernières années. Ces facteurs ont contribué à un meilleur partage du risque tout en accroissant la sensibilité des économies aux chocs externes. En outre, Ray Barrell observe que, dans l’ensemble, l’amortissement des cycles est, peut-être, le fait du hasard.

En conclusion de cette première intervention, les marchés sont apparus plus flexibles au cours de la dernière décennie ; la libéralisation financière a permis un meilleur partage du risque et un meilleur lissage de la consommation. Cependant, tous les mouvements de capitaux résultant de la mondialisation ne sont pas nécessairement liés à l'évolution des facteurs économiques fondamentaux et, dans la mesure où l'amortissement des cycles peut être en partie le fruit du hasard, il n'y a pas de raison que ce phénomène se prolonge.

Christine Cumming signale que des chercheurs de la Banque fédérale de réserve de New York ont également mis en évidence une diminution de la volatilité du cycle aux États-Unis au cours des dernières années. Cette tendance est imputée, entre autres, à l'amélioration des techniques de gestion des stocks. Pour Christine Cumming, les cycles internationaux sont devenus plus synchrones en raison du *boom* financier, de la mondialisation et de l'accroissement du commerce international.

Jean-Philippe Cotis partage la vue selon laquelle la volatilité dans les économies industrielles s'est réduite au cours des dernières années¹. Il émet des réserves sur la capacité des modèles macroéconométriques de grande taille à rendre compte des chocs sous-jacents aux cycles économiques, pour deux raisons principales : l'estimation séparée des différentes équations fait perdre une information importante ; les résidus du modèle peuvent refléter la piètre qualité des estimations plutôt que les chocs sous-jacents. Il estime qu'un petit modèle VAR (*Vectorial Autoregression*) structurel peut être plus performant que le type de modèle macroéconométrique de grande taille utilisé par Ray Barrel. Il considère aussi que, à l'autre bout du spectre méthodologique, l'utilisation de filtres stochastiques bilatéraux pour délimiter les cycles économiques peut être très dangereuse, peut-être moins pour le type d'analyse historique entreprise par Ray Barrel que pour les prises de décision politiques, telle la conduite de la politique fiscale.

Pierre-Yves Hénin confirme qu'il existe plusieurs façons de définir et de mesurer les cycles. Pour lui, la réduction de la volatilité des économies est un fait bien établi dans la littérature. En se fondant sur ses travaux, il signale que le dernier cycle est exceptionnel et ne devrait pas être considéré comme un « fait stylisé » car il ne présente pas de régularité statistique. Il doute que l'approche adoptée par Ray Barrell puisse rendre compte du fait que la politique monétaire a pu corriger les effets des chocs financiers sur la consommation sans atténuer la réaction de l'investissement à ces mêmes chocs.

Avant de clore la session, Olivier-Jean Blanchard confirme qu'il y a eu réduction de la volatilité, sauf au Japon. Selon lui, cette baisse de la variance semble résulter plus de l'*« effet du hasard »* que d'une amélioration de la conduite de la politique économique.

¹ Des travaux récents de l'OCDE attribuent ce phénomène : à la diminution de la volatilité des stocks, associée à une gestion plus tendue de ces derniers, un poids décroissant du secteur manufacturier ; une consommation plus stable, sans doute liée à un relâchement des contraintes de liquidité ; un rôle plus contracyclique des exportations nettes, dans un contexte d'ouverture croissante du commerce. En revanche, il est moins évident que les politiques fiscales aient contribué à réduire la cyclicité des économies de l'OCDE.

2. Changements dans les comportements et les structures de marché (session 2)

Présidence : Alexandre Lamfalussy (professeur à l'université catholique de Louvain)

Intervenants : Patrick Artus (directeur des Études et de la Recherche chez CDC-Ixis), Mervyn King (sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre)

Alexandre Lamfalussy rappelle que le thème retenu, rebaptisé « Lien entre volatilité des prix d'actifs et politique monétaire », a fait l'objet de nombreuses études depuis plusieurs décennies, mais reste un thème d'actualité.

Patrick Artus, en préambule de son intervention, fait deux mises en garde relatives à la liaison entre volatilité des prix d'actifs et politique monétaire. La première porte sur la « qualité » de la volatilité, qui n'est pas toujours néfaste, notamment lorsqu'elle provient d'une réaction à de nouvelles informations. La seconde est liée à la nécessité de distinguer la volatilité de court terme des cycles longs de valorisation des actifs financiers.

Ainsi, selon Patrick Artus, on observe, depuis 1998, une forte hausse de la volatilité de court terme sur la plupart des prix des actifs financiers (cours boursiers, taux d'intérêt à long terme, etc.), excepté les taux de change et les *spreads* de crédit. Cette orientation est due, selon l'orateur, à plusieurs causes : d'une part, l'instabilité de l'aversion des investisseurs pour le risque et, d'autre part, la perte de liquidité sur les marchés financiers, due à l'absence de transactions, et au rationnement du crédit bancaire, qui entraîne une disparition de la demande de certains actifs (voir par exemple la chute des émissions nettes d'obligations par les entreprises non financières aux États-Unis ou en Europe en 2002).

Les banques centrales ont réagi à cette perte de liquidité par l'accroissement de la base monétaire (à un rythme plus soutenu que le produit intérieur brut), ce qui a permis d'injecter des liquidités pour augmenter la demande d'actifs. La baisse des taux d'intérêt directeurs a également permis d'éviter une hausse du prix du capital en compensant les effets des primes de risque élevées. Toutefois, Patrick Artus suggère des mesures additionnelles (publication moins fréquente des résultats des entreprises, limitation du *marked to market*, ...) pour combattre l'excès de volatilité.

Pour les cycles longs de valorisation, l'intervenant constate l'émergence de bulles sur les marchés boursiers au Japon vers la fin des années quatre-vingt et aux États-Unis vers la fin des années quatre-vingt-dix et la chute vertigineuse du prix de l'immobilier au Japon (près de 75 %) vers la fin des années quatre-vingt. Selon lui, on constate des phénomènes similaires sur le *q* de Tobin aux États-Unis ou sur le rapport loyers/prix immobiliers au Royaume-Uni dans les années quatre-vingt-dix. Il identifie quatre causes à l'origine de ces bulles : le fait que les analystes n'ont pas su évaluer la pertinence macroéconomique des valorisations obtenues au niveau microéconomique, l'importance des comportements mimétiques, qui accroissent la volatilité des prix des actifs, la mise en place d'une politique monétaire expansionniste (notamment en Espagne, avec une forte baisse des taux d'intérêt

depuis 1996) et l'absence de réaction de certaines banques centrales à l'émergence de bulles financières. Pour lui, la Banque d'Angleterre, par exemple, n'aurait pas réagi de manière appropriée à la hausse des prix de l'immobilier.

Patrick Artus fait ensuite le point sur les raisons pour lesquelles les banques centrales n'interviennent pas sur les prix d'actifs. Il en dénombre quatre : il n'existe pas de lien stable entre les prix d'actifs et l'inflation, les banques centrales ne disposent pas d'avantage comparatif en matière de collecte ou de traitement de l'information par rapport au marché, il y aurait un risque moral si les marchés attendaient un soutien de l'autorité monétaire et des problèmes de contrôlabilité et de transparence peuvent contrarier le souhait éventuel des banques centrales d'intervenir sur les marchés financiers. Toutefois, Patrick Artus réfute ces arguments, notamment celui portant sur la contrôlabilité, et affirme que la politique monétaire influence plus les prix d'actifs que les prix des biens dans les économies modernes. Aussi juge-t-il légitime d'utiliser les prix d'actifs comme objectif final de la politique monétaire. Il préconise en particulier d'utiliser le crédit bancaire comme objectif intermédiaire pour lutter contre les bulles dès leur éclosion.

Mervyn King, en réponse à cette intervention, reprend la distinction entre la volatilité de court terme et les cycles longs des actifs financiers. Selon lui, il convient de nuancer les appréciations portant sur les hausses récentes de la volatilité de court terme des actifs financiers. Il note une hausse de la volatilité sur des données horaires aux États-Unis ou au Royaume-Uni, depuis 1997, mais fait remarquer que ces hausses sont moins évidentes sur des données mensuelles. De ce fait, il se demande si l'information relative à la volatilité de court terme peut être utilisée, notamment dans la conduite de la politique monétaire. Par ailleurs, après avoir rappelé qu'il est très difficile de définir le niveau de référence des PER boursiers, il estime qu'il est sans doute plus judicieux d'étudier les conséquences de leurs mouvements.

Sur les cycles longs, Mervyn King évoque la difficulté de déceler la présence des bulles financières, qui ne sont définies qu'après-coup, le mouvement des prix d'actifs pouvant se retourner à un horizon plus long. Ne connaissant pas les niveaux d'équilibre des prix d'actifs, il paraît difficile d'établir un lien entre eux et la politique monétaire. Il insiste sur l'idée qu'il est indispensable de raisonner à un horizon aussi long que possible concernant les prix d'actifs. Il estime enfin que l'objectif prioritaire de la banque centrale est d'assurer la stabilité des prix, même s'il convient de surveiller étroitement l'impact des variations de prix d'actifs sur le système bancaire.

3. Cyclicité et politique monétaire (session 3)

Présidence : Ernst Welteke (président de la Banque fédérale d'Allemagne)

Intervenants : Lucas Papademos (vice-président de la Banque centrale européenne), Stanley Fischer (vice-président de Citigroup Inc.), Jürgen von Hagen (professeur, *Zentrum für Europäische Integrationsforschung*, Bonn), Yutaka Yamaguchi (vice-gouverneur de la Banque du Japon)

Ernst Welteke souligne l'intérêt des débats de la journée et ouvre cette session du colloque en présentant brièvement le thème et les différents intervenants.

Lucas Papademos a entamé son exposé par une analyse des propositions théoriques et des études empiriques relatives aux liens existant entre les cycles économiques et la politique monétaire, soulignant les hypothèses divergentes quant à la nécessité, la faisabilité et l'opportunité d'une politique monétaire anticyclique. Ces hypothèses différentes reflétaient des évaluations contrastées quant à certaines caractéristiques essentielles — structurelles et de comportement — des marchés, à la nature des anticipations des agents économiques et aux types de chocs à l'origine des cycles. En dépit de ces différences, les théories relatives au rôle de la politique monétaire et les approches utilisées pour l'analyse des cycles économiques ont convergé très fortement au cours des vingt dernières années. Les modèles auxquels recourent les banques centrales, y compris la BCE, traduisent un « nouveau consensus », l'acceptation de plus en plus large d'un nouveau cadre conceptuel qui combine des éléments du modèle néoclassique (optimisation inter-temporelle du comportement des agents économiques, anticipations rationnelles et absence de relation à long terme entre inflation et production) et des caractéristiques néokeynisiennes (rigidités nominales et imperfection des informations).

L'exposé a ensuite porté sur les données disponibles relatives au mécanisme de transmission de la politique monétaire, dans la zone euro en particulier. Une bonne compréhension de ce mécanisme est indispensable à l'évaluation du rôle et de l'efficacité de la politique monétaire dans la gestion des cycles économiques. S'appuyant sur des études récentes menées par des économistes de la BCE et de l'Eurosystème, Lucas Papademos a signalé plusieurs conclusions pertinentes pour la conduite de la politique monétaire. En premier lieu, il existe d'importantes similarités entre les profils conjoncturels des économies de la zone euro et des États-Unis, de même qu'au niveau de leurs réactions aux décisions de politique monétaire. Dans la zone euro, une modification des taux d'intérêt directeurs entraîne un ajustement maximal de la production après une à deux années, tandis que l'adaptation du niveau des prix est généralement considérée comme étant beaucoup plus progressive, mais également plus durable. Deuxièmement, une incertitude considérable entoure le profil temporel exact de la réaction de la production et des prix. Dans l'ensemble, les délais de transmission de la politique monétaire sont « longs et variables », aussi dans la zone euro. En troisième lieu, en ce qui concerne les canaux de transmission, les données disponibles indiquent que le « canal du taux d'intérêt » suffit à expliquer la réaction de la demande globale face à une modification de la politique monétaire. Les autres canaux, notamment le « canal du crédit », jouent un rôle, semble-t-il, dans plusieurs pays de la zone euro. En quatrième lieu, les données empiriques disponibles montrent que les effets de la

politique monétaire sur la production et le niveau des prix varient en fonction de la situation conjoncturelle, du niveau initial des taux d'intérêt et de l'orientation donnée à la politique monétaire. À titre d'exemple, dans les pays de la zone euro, la réaction de la production aux modifications des taux d'intérêt directeurs est plus forte durant une période de récession que lors d'une phase d'expansion, comme c'est le cas aux États-Unis.

Examinant les implications globales ressortant de la théorie et des observations pour la politique monétaire, Lucas Papademos a souligné que l'émergence d'un consensus sur le plan théorique et l'équilibre entre les données empiriques confortent la mission et la stratégie de politique monétaire de la BCE. En particulier, l'objectif principal de la politique monétaire doit être de maintenir la stabilité des prix. Elle doit être définie et mise en œuvre dans le cadre d'une orientation prospective, axée sur le moyen terme. Le vice-président de la BCE a expliqué les raisons pour lesquelles il convient, « dans des circonstances normales », de ne pas adopter une politique monétaire anticyclique volontariste destinée à assurer un réglage fin conjoncturel. Toutefois, dans des « conditions particulières », par exemple en cas de fortes fluctuations de la production imputables à des chocs graves, la politique monétaire peut jouer un rôle stabilisateur compatible avec l'engagement de maintenir la stabilité des prix. Cela étant dit, le caractère approprié de la réaction de la politique monétaire dépend de la nature du choc. Dans le cas de chocs affectant l'offre ou les prix des actifs, il se peut, cependant, que le choix des mesures de politique monétaire ne soit pas aisé. En conclusion, Lucas Papademos a insisté sur le fait que la stratégie de politique monétaire de la BCE associe un engagement fort en faveur de la stabilité des prix, sur lequel s'appuie la crédibilité de la BCE, à la souplesse de sa mise en œuvre, traduisant son orientation à moyen terme. Cette combinaison permet une « liberté d'action limitée » pour faire face aux fortes fluctuations conjoncturelles de la production, compatible avec le maintien de la stabilité des prix.

Yutaka Yamaguchi salue la qualité de la synthèse théorique faite par Lucas Papademos, avant d'exprimer son point de vue sur le cas du Japon. Il s'interroge sur l'efficacité de la politique monétaire dans une économie qui, comme le Japon dans les années quatre-vingt-dix, a connu un ralentissement imprévu du taux de croissance potentiel. Si les prix d'actifs s'ajustent de façon persistante à la tendance baissière de la croissance potentielle, les effets des *stimuli* monétaires pourraient être très amoindris. Les tentatives visant à traiter cette situation principalement au moyen de la politique monétaire pourraient ramener les taux d'intérêt au niveau zéro. Il prône la prise en compte des prix d'actifs dans la stratégie de politique monétaire, car elle permet une meilleure stabilisation des prix des biens et services. Cependant, il reconnaît que des doutes subsistent sur la robustesse de la relation entre prix des actifs et prix des biens et services. Dans le cas du Japon, la mise en œuvre de politiques structurelles soutenant la croissance de la production potentielle est très importante.

Stanley Fischer s'interroge sur la notion des deux piliers retenus par la BCE dans sa stratégie de politique monétaire et propose un débat entre piliers et ciblage d'inflation. Selon cet orateur, les banques centrales qui ont fait le choix d'une règle de ciblage du taux d'inflation arrivent à une « stabilisation naturelle » de

leur économie. Cette stabilisation résulterait, entre autres, de la forte crédibilité acquise par la banque centrale vis-à-vis des autres agents ou secteurs.

Jürgen von Hagen s'interroge sur les raisons pour lesquelles les banques centrales se préoccupent aujourd'hui autant des cours boursiers. Selon lui, une « pure » bulle financière est moins néfaste qu'une bulle immobilière. Il note que les prix de l'immobilier sont en train de progresser dans plusieurs pays et indique qu'il serait souhaitable de surveiller l'évolution de ces prix, qui jouent un rôle prépondérant dans les exercices de prévision de l'inflation et semblent fortement corrélés aux cycles réels. Il croit que Lucas Papademos surestime la crédibilité de la BCE, surtout après trois ans de taux annuels d'inflation bien supérieurs à 2 %. Selon lui, la demande de salaire, relativement agressive en Allemagne et dans d'autres pays, ne confirme pas la crédibilité de la BCE en ce qui concerne sa politique de faible inflation. Jürgen von Hagen souligne que le concept de discrétion contrainte proposé par Lucas Papademos est simplement un nouveau terme pour désigner l'activisme monétaire qui a conduit à l'inflation dans le passé.

4. Mondialisation financière : un ralentissement ? (vidéoconférence)

Présidence : Jean-Claude Trichet (gouverneur de la Banque de France)

Intervenant : Alan Greenspan (président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve)

Alan Greenspan montre d'abord que la mondialisation a pris une grande ampleur au cours des vingt dernières années (apparition de nouveaux produits, forte croissance des mouvements de capitaux internationaux, ...). Cette évolution pourra arriver à son terme lorsque les risques seront transférés de manière efficace et/ou lorsque les contraintes légales ou institutionnelles relatives aux flux de capitaux transfrontaliers seront supprimées.

Alan Greenspan note que la croissance des transactions sur les marchés de nouveaux produits (dérivés de crédit, par exemple) n'a pas donné de véritable signe de faiblesse au cours de la période récente. L'utilisation de ces marchés par les entreprises, pour se couvrir, pourrait augmenter, comme le montre une étude récente réalisée sur les entreprises non financières aux États-Unis. Dans le secteur bancaire, la situation semble plus contrastée ; les produits dérivés sont utilisés surtout dans les cinquante plus grandes banques ; ils ne servent guère dans les petites. Selon l'orateur, le rythme de progression de l'innovation financière va demeurer soutenu.

Les obstacles directs aux mouvements de capitaux (la limitation de l'achat par les étrangers d'actifs nationaux ou celle des investissements des résidents à l'étranger) ont été partiellement levés au cours des dernières décennies. Il en est de même pour les obstacles indirects, tels que les coûts élevés des transactions. Toutefois, les risques de change, le coût de couverture à terme et la préférence pour des « entreprises » connues ou nationales perdurent et constituent des barrières à la libre circulation des capitaux. Par ailleurs, les investisseurs orientent leur épargne en priorité sur leur pays, ce qui peut conduire à une affectation sous-optimale du

capital. Dans la mesure où la mondialisation permet de réduire le « biais » national, elle conduit à une meilleure affectation de l'épargne et favorise la croissance économique mondiale. Que ce soit aux États-Unis, en Europe ou au Japon, on a observé une ouverture des investisseurs sur le reste du monde au cours des vingt dernières années ; la diversification internationale a augmenté, mais la part des actifs étrangers dans les portefeuilles des résidents (aux États-Unis, par exemple) semble avoir atteint un palier. Des obstacles indirects, telles les différences de gouvernance des entreprises, perdurent. L'intégration des marchés ne paraît donc pas encore complète.

Alan Greenspan souligne que, outre l'effet bénéfique d'une meilleure affectation de l'épargne à l'investissement, la mondialisation devrait aboutir à l'enrichissement et à une croissance soutenue des économies des pays émergents ou en développement. Par ailleurs, la mondialisation financière peut accroître les déséquilibres des balances courantes via une progression conjointe des excédents des uns et des déficits des autres. Pour lui, ces déséquilibres n'engendrent pas forcément un risque systémique, mais pourraient s'interpréter comme le signe d'une amélioration (en termes de fluidité) du fonctionnement de l'économie mondiale. En outre, les récentes crises asiatique et russe ont, selon lui, rappelé aux investisseurs étrangers l'existence d'obstacles indirects, notamment dans les pays en développement. Ces facteurs ont entraîné une forte réduction des flux de capitaux vers les économies émergentes.

L'intervenant conclut son exposé en soulignant que :

- la mondialisation ne permet pas, à elle seule, d'attirer les capitaux vers le monde industriel. Elle a toutefois des conséquences bénéfiques en termes de stabilité financière et de croissance de l'activité ;
- les ajustements de portefeuille devraient contribuer à résorber les déficits notamment grâce à une amélioration et au respect des normes comptables internationales dans l'optique d'une plus grande transparence des marchés ;
- les risques affectant les investissements à l'étranger devraient continuer de baisser, en raison de la mise en place de règles appropriées de transparence, d'une réduction de la corruption et d'une généralisation de la bonne gouvernance des entreprises ;
- le processus d'intégration des marchés financiers n'est pas terminé.

À l'issue de son intervention, Alan Greenspan a accepté de répondre aux questions de l'assistance.

La première question (Francesco Papadia, Banque centrale européenne) porte sur l'amortissement du cycle économique, d'un côté, et le développement exceptionnel de la globalisation financière, de l'autre.

Alan Greenspan considère que les nouvelles orientations du cycle économique dans les pays industrialisés peuvent être imputées, dans une large mesure, à la mondialisation et à l'internationalisation de la finance.

La deuxième question (Charles Goodhart, professeur à la *London School of Economics*) est relative au degré approprié de transparence sur les marchés dérivés et ce qu'il conviendrait de faire au cas où ce ne serait pas satisfaisant.

Alan Greenspan observe qu'il est difficile de parler de transparence dans le cas de marchés de gré à gré de produits dérivés dès lors qu'il n'existe pas d'enregistrement des mouvements portant sur les transactions. Il ajoute qu'aux États-Unis, par exemple, les autorités réglementaires se sont cependant livrées à une analyse des informations sur les transactions des institutions financières individuelles. Selon Alan Greenspan, il y a présomption d'un bon niveau de transparence sur ces marchés. Néanmoins, une transparence totale (en termes d'informations comptables et financières) pourrait ne pas représenter la meilleure solution car elle pourrait réduire l'incitation à innover alors que les innovations conduisent à une amélioration de l'efficacité des marchés. En outre, tout en étant d'accord sur la nécessité d'augmenter leur transparence, il n'est pas favorable à une réglementation plus poussée de ces marchés.

La dernière question (Jean-François Boulier, *Crédit Lyonnais Asset Management*) porte sur l'importance des innovations dans la gestion d'actifs.

Alan Greenspan rappelle que l'objet des transactions financières consiste à transférer les risques vers les agents désireux et capables de les gérer. De ce fait, les différentes formes d'innovations financières (nouveaux produits, nouveaux instruments d'analyse, voire nouvelles institutions) ont, pour lui, un impact significatif sur la gestion d'actifs et donc sur les bonnes performances de l'économie réelle.

5. Cyclicité et stabilité financière internationale (Table ronde)

Présidence : Jaime Caruana (gouverneur de la Banque d'Espagne)

Intervenants : Gikas Hardouvelis (professeur à l'université du Pirée, conseiller économique du Premier ministre de Grèce), Gerd Häusler (directeur du département des Marchés de capitaux internationaux du Fonds monétaire international), Philippe Lagayette (président-directeur général de JP Morgan France), Guillermo Ortiz (gouverneur de la Banque du Mexique)

Jaime Caruana observe que le sujet de la table ronde recoupe certains des points abordés dans les précédentes sessions (telles que l'aptitude du secteur financier à contribuer aux variations de l'activité réelle ou les effets réciproques des crédits et des titres). Il souligne que les problèmes sont encore plus complexes lorsque l'on situe le débat dans le cadre de l'économie mondiale.

Selon Gikas Hardouvelis, les exigences de marges consistent en des restrictions réglementaires sur le montant de crédits qu'un investisseur peut contracter auprès d'un prêteur pour acheter ou vendre à découvert des titres financiers. Une politique de marge contracyclique par rapport aux fluctuations des actifs financiers contribuerait à les stabiliser, tant à court qu'à long termes. Des marges plus importantes réduiraient à la fois la volatilité de court terme des prix des actifs financiers et la possibilité qu'une bulle n'apparaisse. Elles pourraient ainsi avoir un impact significatif sur la stabilité de court et de long termes des marchés financiers. Par ailleurs, des contraintes de marges plus basses pourraient amortir les chutes brutales sans qu'une plus grande volatilité de court terme en résulte ; l'abaissement des marges améliorerait la liquidité et apaiserait les marchés.

Pour Gerd Häusler, la stabilité financière internationale est une préoccupation quotidienne du FMI dans le cadre de ses activités de prêt et de surveillance des marchés. Plus généralement, on pourrait dire que le maintien de la stabilité financière est devenu une « industrie en forte croissance ». Gerd Häusler montre l'importance prise par la transparence des marchés monétaires et financiers dans l'analyse de la stabilité financière internationale.

Pour Philippe Lagayette, il n'est pas certain que le phénomène de stabilité accrue de l'économie réelle puisse être appliqué à l'économie financière ou au monde de la finance. Dès lors, la réponse à la question « pourquoi le monde devient-il plus stable ? » doit être nuancée. En outre, il estime que les transformations structurelles survenues dans la sphère financière au cours des dernières années ont modifié la tendance de la volatilité de court terme, mais aussi celle de long terme, considérée ici comme une bulle. Selon lui, cette dernière est dangereuse, notamment pour la stabilité financière ; les autorités monétaires et prudentielles devraient, par conséquent, se sentir concernées par ce phénomène.

Selon Guillermo Ortiz, la crainte d'une forte liaison entre la contagion et la mondialisation est un peu excessive. Il justifie cette remarque par une analyse succincte de l'*Emerging Market Bond Index*, durant la crise asiatique, et par les exemples récents de contagion relative entre le Mexique et des pays tels que le Brésil et l'Argentine. Pour Guillermo Ortiz, le risque de contagion s'est réduit pour des raisons évoquées en partie dans les précédentes sessions du colloque : plus grande transparence des marchés, plus forte discrimination de la part des investisseurs, efforts fournis à la fois par les pays et le FMI pour accroître les informations et la transparence, renforcement des facteurs économiques fondamentaux, etc.

S'agissant de la liaison entre cycles et risque systémique, Guillermo Ortiz appuie son argumentation sur l'expérience mexicaine des années quatre-vingt-dix. Après avoir souligné que la libéralisation financière était devenue permanente dans la conduite de la politique économique (suppression des réserves obligatoires, suppression totale de plafond de taux d'intérêt,...), il rappelle que le système bancaire a été privatisé et que les marchés de capitaux ont été ouverts aux étrangers. Ceci a entraîné une croissance explosive des crédits bancaires (passés de 15 % à 45 % du PIB en cinq ans) induisant l'apparition d'une bulle, par ailleurs fortement alimentée par des entrées de capitaux de court terme. Ce sont là les ingrédients de la crise de 1995.

En outre, Guillermo Ortiz souligne la forte corrélation entre les cycles mexicains et la production industrielle aux États-Unis. Les raisons qui expliquent la plus forte résistance actuelle de l'économie mexicaine sont l'existence d'un consensus sur la nécessité d'une stabilisation de l'économie (par exemple, la nécessité d'une discipline fiscale est acceptée), l'indépendance de la banque centrale, assurant complètement sa mission de contrôle de l'inflation, la nette amélioration de la crédibilité des institutions (celle de la Cour suprême par exemple) et l'existence de la *North American Free Trade Association* (NAFTA), qui a entraîné une modification du comportement des agents économiques. Ces facteurs ont permis au Mexique d'éviter de nouvelles crises financières et de connaître une récession « normale » pour la première fois depuis plusieurs décennies.

L'orateur souligne la richesse et la diversité des exposés et fait trois brèves remarques :

- du point de vue des institutions financières, il pense utile de signaler que certaines formes de pro-cyclicité sont nécessaires. Par ailleurs, les intervenants semblent s'accorder sur le rôle plus ou moins néfaste de la dérégulation, mais soulignent que l'existence d'un système financier sain et solide permet de ne plus poser de problème de régulation ;
- la régulation peut créer des incitations fortes pour la mise en place des stratégies à long terme ;
- la transparence et la bonne gouvernance semblent constituer le troisième bloc de facteurs à renforcer.

6. Synthèse

Intervenant : Andrew Crockett (directeur général de la Banque des règlements internationaux, président du Forum de stabilité financière)

L'orateur remercie les différents intervenants pour la qualité de leurs exposés. Il apprécie la diversité des points de vue, source de la richesse et de la réussite des travaux du colloque. Il juge l'ordre d'agencement des sessions pertinent et retient de la première session au moins un signe d'espoir et un avertissement.

Le signe d'espoir émane du message très clair de Ray Barrell, pour qui les cycles récents ont une amplitude moindre que les précédents, et dont Andrew Crockett reprend les arguments (mise en place de meilleures politiques économiques, notamment de politiques monétaires ; apparition de réactions dans l'économie, en particulier dans le secteur privé, permettant d'amortir les chocs ; effet positif du hasard), pour justifier la nouvelle orientation des cycles.

La mise en place de politiques économiques appropriées dans le domaine des politiques monétaires (à travers le choix de l'objectif d'inflation ou une meilleure connaissance des mécanismes de transmission) a conduit à des succès, rappelés également par Lucas Papademos. De l'intervention de Christine Cumming, Andrew Crockett retient l'impact de l'amélioration des techniques de gestion sur

l'évolution récente des cycles. Il souligne l'importance de « l'effet du facteur chance ou hasard », évoqué par Ray Barrell et Olivier-Jean Blanchard. Enfin, il retient les limites des modèles statistiques dans la description des phénomènes complexes, indiquées en particulier par Jean-Philippe Cotis et Pierre-Yves Hénin.

L'avertissement concerne les pays tels que le Japon qui ont souffert de crises dans les années récentes. À ce sujet, Andrew Crockett s'appuie également sur l'intervention de Yutaka Yamaguchi relative aux causes et aux effets de la bulle boursière et immobilière sur le secteur financier japonais.

Selon Andrew Crockett, les distinctions effectuées par Patrick Artus et Mervyn King sur la « qualité » de la volatilité des prix des actifs financiers (bonne, néfaste, « horrible ») sont intéressantes et importantes. La bonne volatilité reflète les anticipations sur l'évolution des facteurs économiques fondamentaux ; la mauvaise constitue un excès de variation de ces mêmes facteurs ; la volatilité « horrible » n'a pas été définie, mais peut s'interpréter comme un phénomène déstabilisant qui s'auto-entretient et qui ne correspond pas aux variations des facteurs économiques fondamentaux.

Par ailleurs, les intervenants ont également présenté les différences entre la volatilité de court terme (au jour le jour, selon Patrick Artus, ou intra journalière, selon Mervyn King) et la volatilité de long terme, c'est-à-dire celle observée au cours des cycles. C'est cette dernière qui semble la plus pertinente. Selon Andrew Crockett, Patrick Artus a énuméré plusieurs facteurs explicatifs potentiels de la volatilité de long terme, repris en partie par Philippe Lagayette (perte de liquidité, mondialisation, mimétisme dans l'utilisation des outils). Andrew Crockett se demande alors si le monde n'est pas devenu plus monopolistique. D'autres facteurs (agences de notation, concentration des risques, notamment le *short-termism*, retenu également par Mervyn King) ont également été mentionnés.

Le nombre de ces facteurs incite, selon l'orateur, à se poser des questions et, en particulier, à se demander comment la politique monétaire pourrait faire face au développement d'une bulle financière.

Andrew Crockett note, en premier lieu, que les prix des actifs financiers ne constituent pas nécessairement un indicateur avancé de l'activité réelle. En outre, dans la connaissance des marchés d'actifs financiers, les banques centrales n'ont pas d'avantage comparatif par rapport aux autres participants de ces marchés. Il souligne l'importance des arguments relatifs à la transparence ou à la présence de liaisons entre les marchés des différents actifs financiers. Il croit en la dynamique des marchés financiers et pense que les autorités monétaires doivent en tenir compte dans l'analyse de la stabilité.

Concernant la troisième session et, plus particulièrement, l'intervention de Lucas Papademos, Andrew Crockett porte son intérêt sur les objectifs que la BCE peut atteindre à court ou à plus long termes. Il note que l'intervention de Lucas Papademos contient des éléments de réponse qui n'ont pas complètement convaincu Stanley Fischer et Jürgen von Hagen. Il se demande si l'on peut résumer cette intervention de Lucas Papademos en disant que l'apparition de cycles amortis rend caduque la mise en place d'une politique monétaire activiste.

Selon l'orateur, il convient de s'interroger avec Stanley Fischer sur l'interprétation du « réglage fin » (*fine tuning*) et de l'activisme pour ce qui concerne la stratégie de politique monétaire de la BCE. Pour Andrew Crockett, on peut espérer un certain degré de réglage de la politique monétaire se situant entre l'inaction et un réglage au jour le jour. En outre, Andrew Crockett signale qu'il n'est pas sûr que Lucas Papademos se réfère aux évolutions du prix des actifs ou aux risques de déflation. Jürgen von Hagen considère, selon l'orateur, que les banquiers centraux vont aujourd'hui saisir plusieurs occasions pour devenir activistes face à des événements jugés inhabituels : en se fondant sur sa propre expérience, Andrew Crockett indique que ce n'est pas là que se situe le risque le plus important.

Sur le thème de la table ronde, il note que plusieurs questions importantes demeurent non résolues à ce jour. Toutefois, à ses yeux, le problème fondamental reste le syndrome dit « d'abondance et de famine » (*feast-famine syndrome*) des flux de capitaux (*i.e.* la succession de périodes d'abondance et de rareté de flux de capitaux) dans un pays donné. Il appelle de ses vœux des débats sur les mécanismes de restructuration de la dette souveraine et souhaite que ceux-ci soient étendus à des domaines plus larges. Ces débats, comme l'a souligné Guillermo Ortiz, ne sont pas simples à organiser, en raison des difficultés à faire converger les positions des prêteurs et emprunteurs.

Les financements et placements des ménages et des entreprises en 2002

Après une phase de croissance soutenue et de forte valorisation boursière, l'année 2002, plus encore que 2001, a été marquée par le ralentissement économique, avec une croissance de 1,2 % bien inférieure à son rythme tendanciel, et une dépression sur les marchés financiers, l'indice CAC 40 chutant de 24,4 %, après une baisse de 20 % en 2001. En outre, si le mouvement de baisse des taux d'intérêt a continué d'alléger la charge de la dette des entreprises, il a réduit, en même temps, les intérêts nets reçus par les ménages.

La conjoncture économique et financière, défavorable en 2002, a affecté les revenus des ménages et des entreprises : les premiers ont nettement décéléré alors que les seconds baissaient. En réponse à de telles évolutions, tous ont limité la croissance de leurs dépenses, sans la freiner de manière trop brutale. Les ménages ont accru leur épargne financière, et les entreprises ont réduit leur besoin de financement, sans toutefois le ramener à son faible niveau d'avant 2001.

Le parallèle s'arrête là. Des situations financières dissemblables ont pesé, en 2002, sur les modes de financement des dépenses, comme sur le montant et l'orientation des placements. Les ménages ont emprunté davantage et n'ont que légèrement diminué leurs placements. Les entreprises ont freiné leur endettement et ont réduit de manière drastique leurs placements.

Toutefois, les placements effectués en 2002 ont présenté des similitudes par les choix de portefeuille. Les ménages ont très nettement privilégié l'assurance-vie, et les entreprises ont fortement investi en titres d'OPCVM, mais les uns et les autres se sont, de nouveau, tournés vers les placements en actions, malgré la chute des cours boursiers.

John BAUDE
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Études et Statistiques des opérations financières

1. Le financement des ménages

1.1. Moins de revenu disponible, davantage de crédit

Le ralentissement de l'économie française intervenu en 2002 s'est traduit sur le marché du travail par une moindre croissance de l'emploi et du salaire par tête, qui a affecté les rémunérations des ménages. Après une augmentation de 4,9 % en 2000 et 2001, en moyenne annuelle, elles n'ont progressé que de 3,6 % l'an dernier. Le fléchissement est encore un peu plus marqué en termes réels : la hausse du pouvoir d'achat des rémunérations a atteint seulement 1,6 % en 2002, contre 3,3 % en 2001, soit un niveau proche du rythme tendanciel observé durant ces vingt-cinq dernières années.

En revanche, l'évolution des revenus nets de la propriété, qui se sont établis à 91,3 milliards d'euros en 2002, soit 9,2 % du revenu disponible, après 95,6 milliards en 2001, marque une rupture au regard de la tendance des années antérieures. Ce niveau, encore très élevé, est néanmoins en recul de 0,8 point, après une longue phase d'augmentation ininterrompue, cumulant 5,9 points entre 1988 et 2001. Les intérêts reçus par les ménages, en particulier, se sont élevés à 42,6 milliards d'euros en 2002, après 47,7 milliards en 2001. La croissance plus modérée depuis 1999 des placements rémunérateurs d'intérêts¹ pour les ménages et la baisse des taux d'intérêt à court terme (le taux des bons du Trésor à 3 mois a fléchi de 0,4 point en 2002, tandis que le taux de l'emprunt phare à 10 ans a été stable) ont affecté ces revenus (cf. encadré). Les intérêts nets n'ont rapporté que 9,4 milliards d'euros, contre 15 milliards en 2001. Les dividendes, en forte augmentation entre 1998 et 2001, progressant de près de 2,6 points de revenu disponible, soit 28 milliards d'euros environ en quatre ans, ont diminué très légèrement en 2002, à 45,4 milliards, contre 45,9 milliards en 2001.

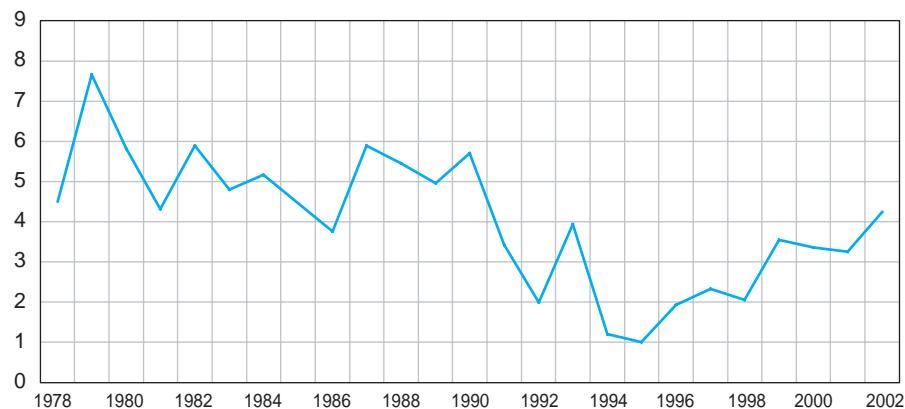
En dépit d'une moindre progression des cotisations sociales et de l'impôt sur le revenu, et malgré une hausse plus soutenue des prestations sociales, la croissance du revenu disponible a ralenti en 2002 de 0,9 point, et n'a pas dépassé 3,9 %.

En réaction à cette évolution de leur revenu disponible, les ménages ont accru le recours au crédit pour leurs dépenses, comparé aux années 2000 et 2001, retrouvant leur comportement du début des années quatre-vingt-dix. Les flux de crédit ont augmenté en 2002 d'un montant équivalent à 1 point du revenu disponible, dont ils ont représenté ainsi 4,2 %, sans toutefois retrouver le niveau moyen des années quatre-vingt (5 %).

¹ Dans la nomenclature de la comptabilité nationale, on comprend sous cette appellation de « placements rémunérateurs d'intérêts » les rubriques suivantes : les « autres dépôts » (c'est-à-dire les placements à vue et à échéance ainsi que l'épargne contractuelle), les « titres autres qu'actions » (essentiellement les obligations et les titres de créances négociables) et les « réserves techniques d'assurances ».

Flux de crédits octroyés aux ménages

(en % du revenu disponible)



Les emprunts à long terme, c'est-à-dire d'une échéance supérieure à un an, sont demeurés nettement prépondérants, mais le poids des encours de crédit à court terme a augmenté, après le creux observé durant la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, pour représenter 7,7 % du total en 2002. La détérioration du marché du travail et l'incertitude qu'elle a engendrée ont peut-être conduit les ménages à rechercher des prêts de plus brève échéance.

La baisse des taux d'intérêt sur les crédits a incité à emprunter davantage. Après une hausse en 2000, les taux sont restés stables en 2001, avant de diminuer, en 2002, de 0,5 point pour le crédit à la consommation, et de 0,7 point pour celui à l'habitat. Les économies ainsi réalisées sur le revenu disponible ont été toutefois minimes : elles sont estimées à environ 1 milliard d'euros², soit 3 % des intérêts versés.

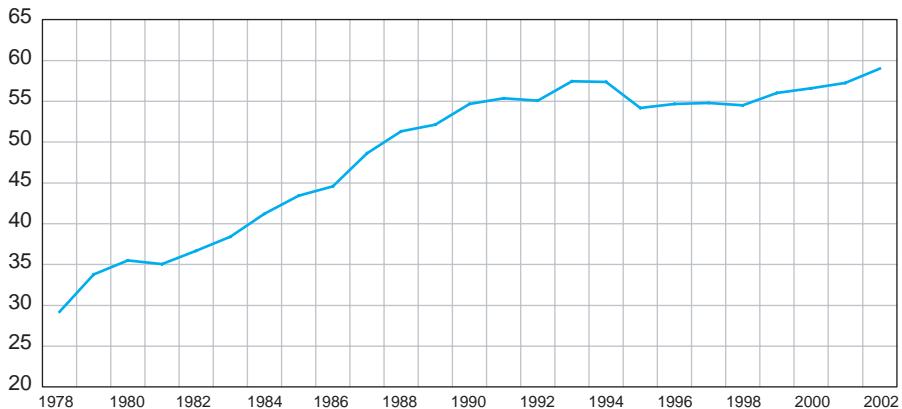
Au total, la dette des ménages³ a progressé, en 2002, de 1,8 point du revenu disponible, dont 1,5 point pour sa composante de long terme, atteignant 59 % de ce même revenu. Cet accroissement conforte une tendance apparue dès 1999, en rupture avec la relative stabilité de ce ratio autour de 55 % durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. L'augmentation du taux d'endettement des ménages a été toutefois nettement moins rapide que celle observée tout au long de la décennie quatre-vingt.

² Il s'agit d'une évaluation grossière qui repose sur la relation, assez étroite depuis 1991 et estimée sur cette période, entre le taux apparent de la dette des ménages et le taux de base bancaire. La baisse de ce dernier, de 0,4 point en 2002, est censée, d'après cette relation, se répercuter sur le taux apparent pour un peu moins de la moitié la première année.

³ La dette des ménages prend en compte le total des prêts qu'ils ont contractés. Elle inclut notamment les crédits octroyés par les agents non financiers, eux aussi rémunérateurs d'intérêts. Le traitement est identique pour les entreprises, dont la dette comprend, en outre, le passif en obligations et titres de créances négociables (TCN).

Dette des ménages

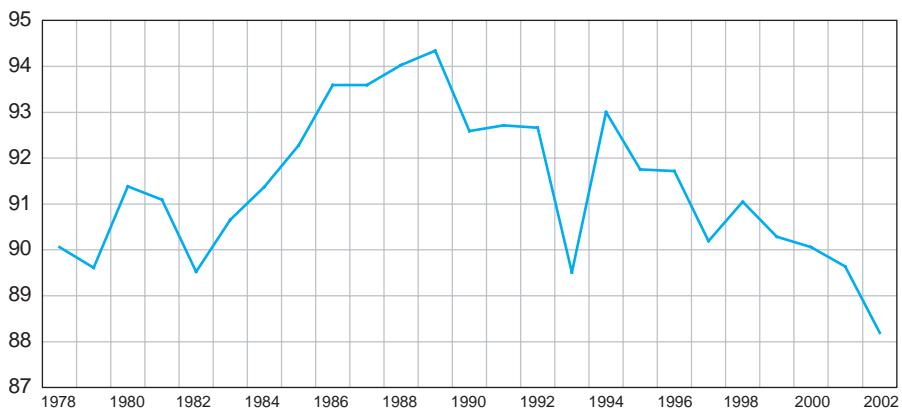
(en % du revenu disponible brut)

**1.2. Une épargne en augmentation**

Le recours au crédit a évité un ralentissement plus marqué de la consommation et de l'investissement-logement. Toutefois, si l'on considère les ressources dont ont disposé les ménages, à savoir le revenu disponible et les flux de crédit, ceux-ci ont moins dépensé que par le passé. Le ratio comparant leurs dépenses aux ressources s'est inscrit en nette baisse, plus prononcée que lors des récessions de 1982 et 1993. Le recours au crédit n'est donc pas le signe d'une dérive dépensièrre des ménages, plutôt enclins à freiner leur consommation et leur investissement-logement au profit de l'épargne.

Ratio des dépenses des ménages (consommation et investissement) sur leurs ressources (revenu disponible brut et flux de crédits)

(en %)

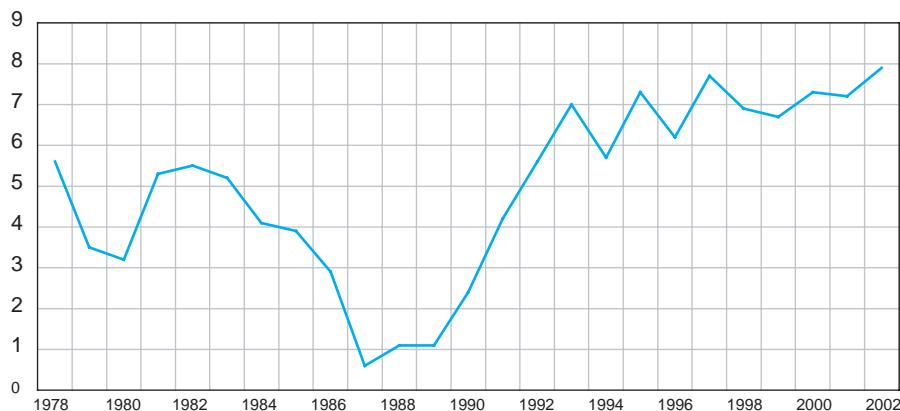


En effet, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 0,5 point en 2002, pour s'établir à 16,7 %, son niveau le plus élevé depuis 1982. Cette évolution a prolongé la hausse observée en 2001, et renoué avec la tendance du début des années quatre-vingt-dix, interrompue par la reprise économique de la seconde moitié de la décennie. En revanche, la part du revenu disponible consacrée à l'investissement-logement s'est maintenue à 8,6 %, soit le niveau moyen observé depuis 1993. Cette catégorie de dépenses n'a pas profité de la baisse des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers, tant fixes que variables, revenus à leur niveau de 1999, après une légère progression en 2000 et 2001. En revanche, elle a semblé être freinée par la croissance du prix de l'investissement-logement, qui a nettement accéléré en 2001 et est restée soutenue au rythme de 2,8 % en 2002.

Dans ces conditions, le taux d'épargne financière des ménages a également augmenté, en 2002, de 0,7 point, pour s'élever à 7,9 % du revenu disponible, la capacité de financement des ménages représentant 5,1 % du PIB.

Taux d'épargne financière des ménages

(en % du revenu disponible)



2. Le financement des sociétés

2.1. Des taux de marge et d'épargne en recul

Le taux de marge des sociétés, sensible au cycle du fait de l'ajustement progressif de l'emploi à la croissance et d'une politique de fixation des prix censée refléter les tensions sur les marchés des biens, a diminué, dans cette phase de ralentissement de l'activité, de 0,6 point en 2002, à 32 %. L'évolution des revenus nets de la propriété versés aux créanciers ou aux actionnaires n'a pas permis de contrecarrer ce mouvement, si bien que le taux d'épargne des sociétés est demeuré légèrement orienté à la baisse, revenant de 16,4 % en 2001 à 16 % en 2002, son plus bas niveau depuis 1985.

En 2002, la conjoncture boursière très dégradée n'a pas diminué le montant des dividendes nets versés, en forte augmentation en 2000 (2 points de valeur ajoutée des entreprises). Ceux-ci ont progressé de 0,6 point⁴, atteignant 6,7 % de cette même valeur ajoutée. Cette hausse résulte moins des dividendes versés, en augmentation de 0,1 point seulement, que de ceux reçus, en baisse de 0,5 point. Le poids, dans la valeur ajoutée, des intérêts nets versés a peu varié. L'accroissement passé de la dette⁵ a continué de peser sur les intérêts versés, mais cet effet a été plus que compensé par la baisse du taux apparent, si bien que la charge de la dette a diminué de 0,2 point, pour représenter 8,2 % (cf. encadré).

2.2. Les entreprises se sont peu endettées en 2002

Le ralentissement de l'activité a conduit les entreprises à réduire leurs stocks (- 4,3 milliards d'euros), qui n'avaient cessé de croître depuis 1997, et à freiner leurs dépenses d'investissement. L'effet « décélérateur » a entraîné une baisse du taux d'investissement en valeur, hors stocks, de 20 % en 2001 à 19 % en 2002. Le taux d'investissement est resté ainsi relativement soutenu, supérieur au niveau observé durant la majeure partie du cycle, de 1993 à 1999, mais il a fléchi davantage que le taux d'épargne. De ce fait, le taux d'autofinancement est remonté à 83,9 %, contre 82 % en 2001, restant très en deçà du niveau moyen de 95,3 % observé entre 1992 et 1999.

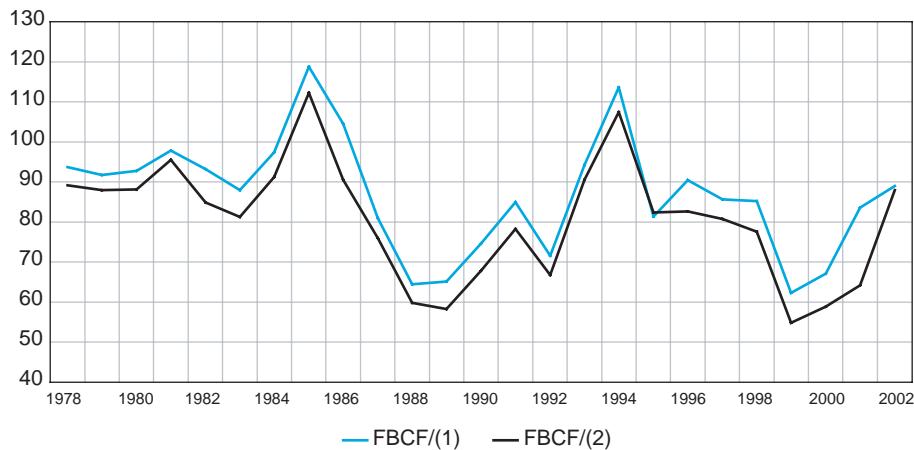
Les entreprises se sont peu endettées en 2002. Les financements par crédit bancaire et par émission de titres (TCN et obligations) ont nettement diminué. Leur rapport à la valeur ajoutée des entreprises est tombé de 14,7 % en 2001, à 5,7 % en 2002. Dans ces conditions de faible épargne et de faible endettement, la part des ressources (épargne et financements) consacrées à l'investissement physique a continué de se redresser, pour retrouver un niveau moyen (cf. graphique ci-après). Cet indicateur confirme le caractère « normal » de l'effort d'investissement des entreprises au regard de leur situation financière.

⁴ Cette augmentation, qui représente 0,3 point de PIB, a profité essentiellement aux institutions financières, dont les dividendes nets reçus ont augmenté de 0,3 point, et, dans une moindre mesure, aux non-résidents (0,1 point), tandis que ceux des ménages ont diminué de 0,1 point.

⁵ La dette dont il est ici question comprend les opérations rémunératrices d'intérêts au passif des sociétés non financières : crédits, titres de créances négociables et obligations.

Ratio investissement/ressources des sociétés non financières (1) ou (2)

(en %)



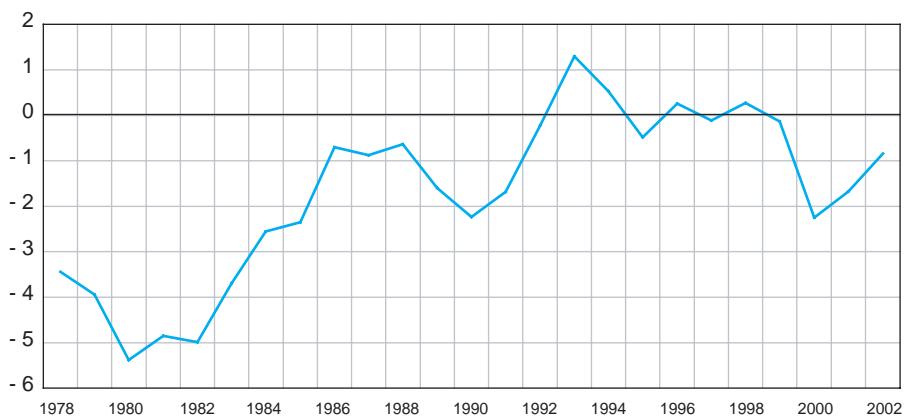
(1) Épargne et flux de crédit

(2) Épargne et flux de crédit, de TCN et d'obligations

Même si le taux d'épargne a diminué, la baisse du taux d'investissement et le déstockage ont ramené, en 2002, le besoin de financement des sociétés non financières à 0,8 % du PIB (contre 1,7 % en 2001), atténuant largement le fort gonflement intervenu en 2000 (2,3 % du PIB) après plusieurs années de quasi-équilibre.

Capacité de financement des sociétés

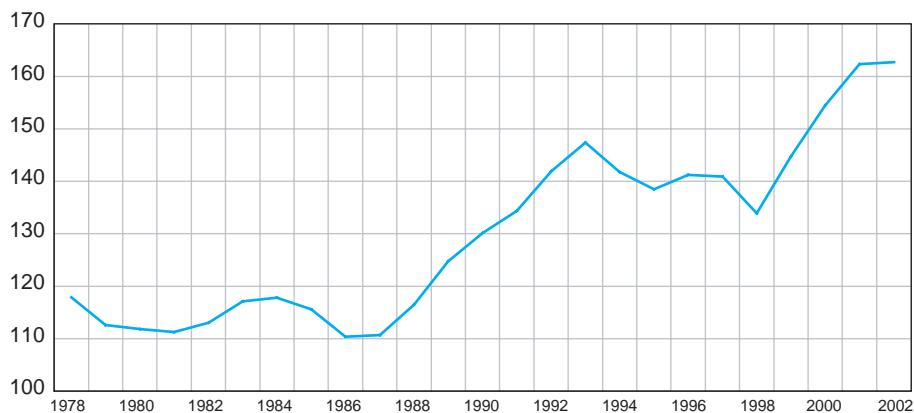
(en % du PIB)



En 2001, les entreprises avaient réduit leurs flux de financement par le crédit d'un montant équivalent à 6 points de valeur ajoutée et accru leurs flux d'émissions de TCN et d'obligations d'environ 3 points. En 2002, les deux modes de financement ont évolué de manière négative : les flux de crédit ont perdu 2,1 points de valeur ajoutée et les émissions de titres 7 points, dont 4,3 pour les obligations. Cette contraction des flux a infléchi l'évolution de la dette des entreprises, constituée des crédits et des titres émis. Après avoir augmenté entre 1999 et 2001 de près de 10 points en moyenne chaque année, elle a progressé de moins d'un demi point, en 2002, atteignant 162,7 % de la valeur ajoutée. Ce ralentissement a principalement concerné la composante de court terme (crédit d'une échéance inférieure à un an et TCN), qui s'était fortement accrue en 2000.

Dette des sociétés non financières (crédits et titres hors actions)

(en % de la valeur ajoutée)



Les entreprises ont limité leur endettement, tout en augmentant leurs fonds propres, malgré la chute des cours de la Bourse. Après le vif essor de la période 1999-2001, les émissions d'actions ont retrouvé un niveau (9,4 % de la valeur ajoutée) conforme à la dynamique en vigueur depuis le milieu des années quatre-vingt.

3. Les émissions de titres sur les marchés financiers

3.1. Relative stabilité des émissions de TCN et d'obligations

Au besoin de financement limité des entreprises, se sont ajoutés ceux, plus importants, des non-résidents (1,5 % du PIB) et des administrations publiques (3,1 %). Le reste du monde a dégagé un besoin de financement depuis la récession de 1993, quasi stable depuis 2000. En revanche, l'assainissement des finances publiques, amorcé après la forte détérioration intervenue lors de la récession de 1993, a laissé place à une dégradation du déficit public de 1,7 point de PIB en 2002. Le besoin de financement global de ces trois secteurs débiteurs a augmenté

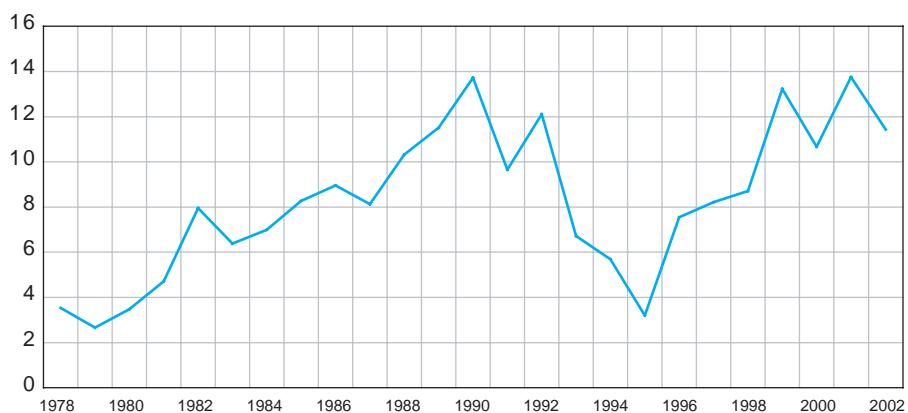
de 0,9 point de PIB en 2002, pour atteindre 5,5 %, excédant le niveau moyen de 5 % autour duquel il avait oscillé depuis la récession de 1993.

L'évolution des besoins de financement de chacun de ces secteurs s'est répercutee sur les émissions de titres (hors actions) : celles des entreprises ont chuté de manière drastique, de 56,2 milliards d'euros en 2001 à 2,1 milliards en 2002 ; celles émises par le reste du monde et acquises par les agents résidents ont légèrement diminué, à 61,2 milliards d'euros en 2002, contre 66 milliards en 2001, tandis que celles des administrations publiques se sont accrues, à 58,4 milliards d'euros, contre 34,2 l'année précédente.

Agrégées, les émissions de titres hors actions de ces trois secteurs ont représenté 8 % du PIB, en repli de 2,6 points par rapport à 2001. Tous secteurs confondus et institutions financières comprises, les émissions de TCN et d'obligations ont diminué d'environ 1 point. D'un montant équivalent à 11,4 % du PIB, elles se sont maintenues à des niveaux voisins de ceux observés au début des années quatre-vingt-dix.

Émissions de TCN et d'obligations, tous secteurs confondus

(en % du PIB)

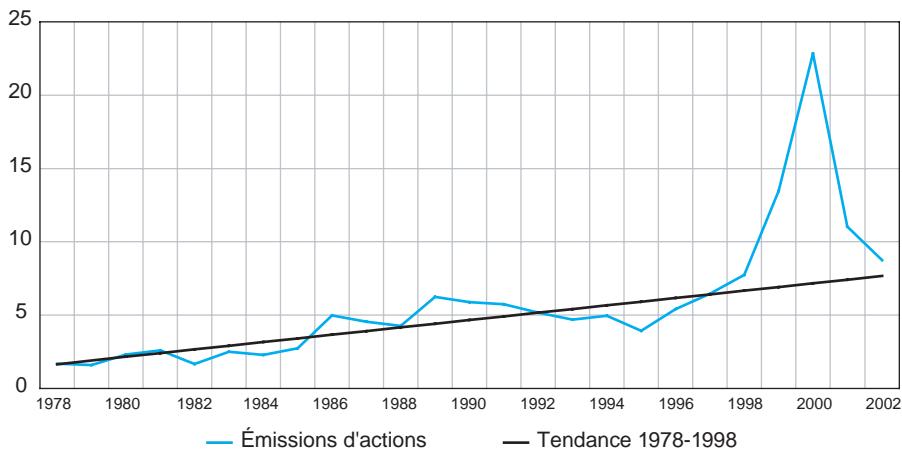


3.2. Résistance des émissions d'actions à la chute de la Bourse

Après une très forte augmentation entre 1999 et 2001, les émissions d'actions de tous les secteurs se sont nettement repliées en 2002, à l'instar de la Bourse. Leur montant, équivalent à 8,7 % du PIB, a retrouvé un niveau voisin de la tendance enregistrée avant cette période, l'année 2002 traduisant ainsi un retour à la normale. Plus de la moitié des actions ont été émises par les sociétés, et non plus par les agents non résidents comme pendant les années 1999 et 2000, marquées par de nombreuses opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. Le poids des non-résidents (40,3 % en 2002) demeure toutefois élevé.

Émissions d'actions, tous secteurs

(en % du PIB)



Le montant des émissions de titres d'OPCVM⁷, après avoir atteint 8,2 % du PIB en 2000, à la faveur de l'envolée des cours boursiers, a très légèrement décliné, à 5,7 %, après 6 % en 2001.

4. Les placements des ménages et des entreprises

4.1. Pour les ménages, l'assurance-vie toujours, les actions de nouveau

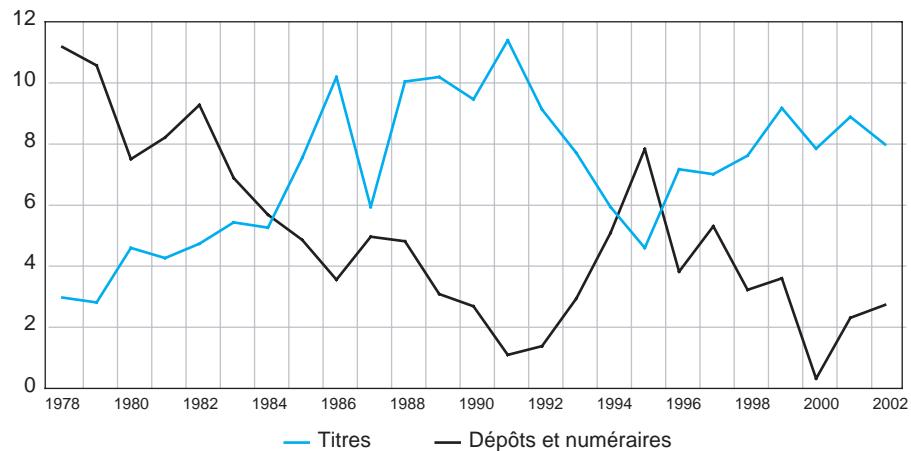
Les évolutions observées sur les marchés financiers se sont répercutées dans les flux de placements effectués par les ménages, principaux créanciers de l'économie. Ceux-ci ont encore privilégié les placements en titres, directs ou indirects⁸, plutôt que les dépôts et numéraire, dont les flux de placements ont légèrement progressé à 27 milliards d'euros en 2002, contre 21,9 milliards en 2001, principalement du fait des dépôts à vue, l'épargne contractuelle, après un recul en 2000 et 2001, restant à un niveau bien inférieur à celui des années quatre-vingt-dix. Au total, ils n'ont pas excédé 2,7 % du revenu disponible des ménages, contre 8 % pour les placements en titres.

⁷ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

⁸ Ils regroupent les flux d'émissions de TCN, d'obligations, d'actions et participations, de titres d'OPCVM et de réserves techniques d'assurances

Placements des ménages en dépôts et numéraire et en titres

(en flux et en % du revenu disponible)

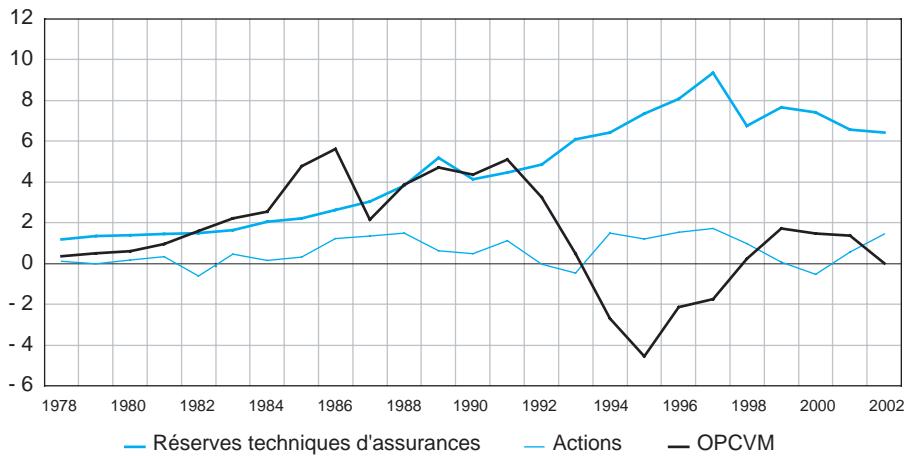


Les réserves techniques d’assurances demeurent privilégiées dans les placements en titres des ménages. Les flux, relativement stables, ont atteint 63,4 milliards d’euros en 2002, soit 6,4 % du revenu disponible des ménages, et un peu plus de 80 % de leur capacité de financement.

Malgré la chute des cours boursiers, les ménages ont acquis davantage d’actions et autres participations en 2002 (14,4 milliards d’euros) qu’en 2001 (5,3 milliards). Ces placements ont absorbé 18,5 % de leur capacité de financement, contre respectivement 24,9 % et 22,4 % en 1996 et 1997, années de forte valorisation boursière. Ces achats d’actions ont essentiellement porté sur des actions non cotées (10,8 milliards d’euros) comme on l’observe traditionnellement, sauf durant la récession de 1993. Ils semblent avoir été réalisés au détriment des investissements en titres d’OPCVM. Sans connaître la désaffection du milieu des années quatre-vingt-dix, ces derniers sont devenus nuls, contre 13 à 15 milliards d’euros entre 1999 et 2001.

Placements des ménages

(en flux et en % du revenu disponible)



Les ménages ont souscrit des TCN, pour de très faibles montants (2,6 milliards d'euros), et ont délaissé les obligations et les titres d'OPCVM. La forte hausse des cours boursiers, durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les avait détournés des placements obligataires. À l'inverse, la chute des cours en 2001 les avait conduits à des achats d'obligations (4,3 milliards d'euros). Ce retournement ne s'est pas confirmé en 2002. Les ménages ont vendu des obligations pour un montant de 1,6 milliard d'euros, la baisse continue des rendements obligataires en termes réels ayant sans doute contribué à cette évolution.

4.2. Les placements des sociétés : les actions et les titres d'OPCVM

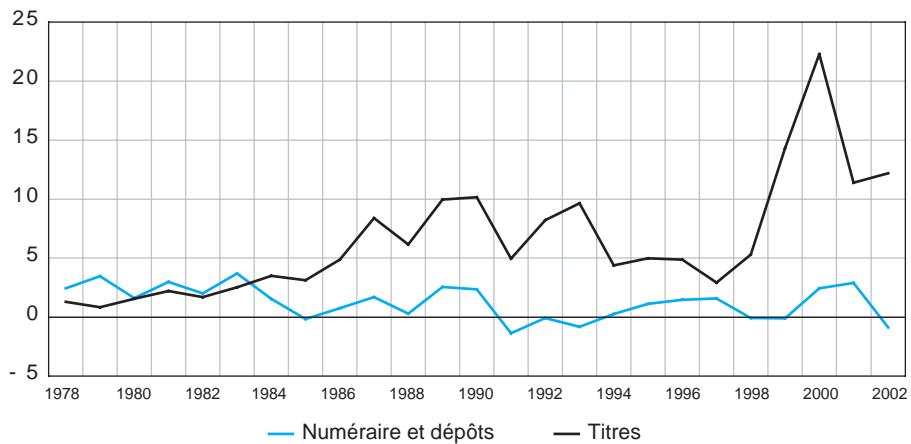
Les flux de placements des sociétés ont nettement fléchi en 2002, à 119,2 milliards d'euros, contre 225,5 milliards en 2001. Cette contraction a particulièrement touché les dépôts et le numéraire qui, après avoir fortement augmenté en 2000 et 2001, ont diminué en 2002 sous l'effet du ralentissement économique. Les flux de placements en titres⁹ sont restés quasi stables en 2002, après avoir chuté en 2001, et sont demeurés bien supérieurs à leur niveau antérieur aux années 1999-2000, marquées par un brusque et fort accroissement, encore non totalement effacé.

Les entreprises ont délaissé les obligations : leurs souscriptions se sont élevées à 1 milliard d'euros, contre 13 milliards en 2001. Les placements en TCN, en chute en 2001, ont augmenté légèrement, mais sont restés à des niveaux bien inférieurs à ceux des années 1999 et 2000. TCN et obligations ont été, en 2002, souscrits de façon beaucoup plus large par les institutions financières et, dans une mesure nettement moindre par les non-résidents, comparé aux années 2000 et 2001.

⁹ Même définition que pour les ménages

Placements en numéraire et dépôts et sur les marchés financiers

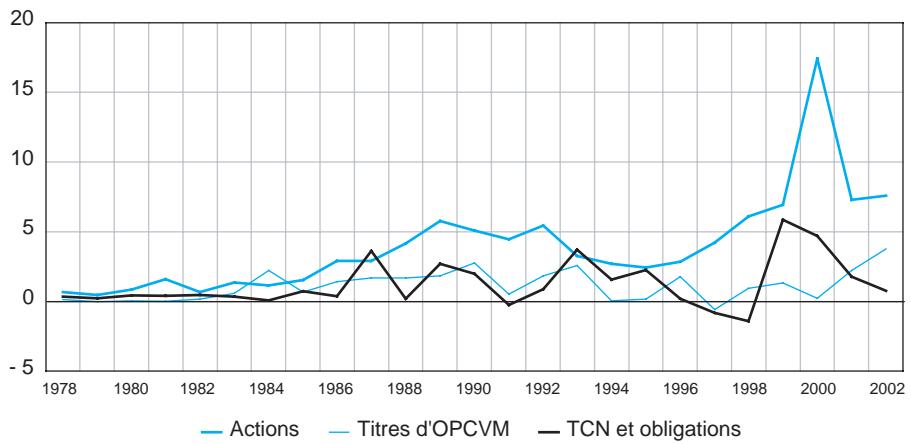
(en flux et en % de la valeur ajoutée)



En revanche, les placements des entreprises en actions et titres d'OPCVM ont progressé. Ceux en actions ont atteint 60,3 milliards d'euros, contre 56,7 milliards en 2001, leur niveau le plus élevé de ces dernières années, hormis l'année record 2000 et sa vague d'opérations de fusions-acquisitions. L'augmentation a été encore plus nette pour les titres d'OPCVM : 30 milliards d'euros souscrits en 2002, contre 17,3 milliards en 2001.

Placements des sociétés

(en flux et en % de la valeur ajoutée)



Encadré

Contributions des encours et des taux à l'évolution des flux d'intérêts reçus et versés par les ménages et les sociétés en proportion du PIB*i : intérêts reçus ou versés**E : encours, actif ou passif**r : taux d'intérêt apparent**Y : PIB* *Δx : variation de x*

$$\frac{i}{Y} = r \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

$$\Delta \left(\frac{i}{Y} \right) = \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right) + r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right) + \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

$$\frac{i}{Y} - \frac{i_0}{Y_0} = \sum \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right) + \sum r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right) + \sum \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$$

Cette formulation¹⁰ permet de calculer les contributions des taux et des encours au montant des flux d'intérêts rapportés au PIB, et non à leurs variations. Elles sont

déterminées cependant à une constante près $\left(\frac{i_0}{Y_0} \right)$. Pour date initiale 0 par rapport à laquelle sont mesurées les évolutions, on prendra 1978, première année disponible pour les flux d'intérêts, afin d'avoir les variables sur la plus longue période possible.

$\sum \Delta r \left(\frac{E_{-2} + E_{-1}}{2Y_{-1}} \right)$: contribution du taux d'intérêt apparent à l'évolution des flux d'intérêt en pourcentage du PIB

$\sum r_{-1} \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$: contribution de l'encours à l'évolution des flux d'intérêt en pourcentage du PIB

$\sum \Delta r \Delta \left(\frac{E_{-1} + E}{2Y} \right)$: effet résiduel

La contribution des taux apparents au solde des flux d'intérêts devient :

$$\sum \Delta r_A \left(\frac{E_{A-2} + E_{A-1}}{2Y_{-1}} \right) - \sum \Delta r_P \left(\frac{E_{P-2} + E_{P-1}}{2Y_{-1}} \right)$$

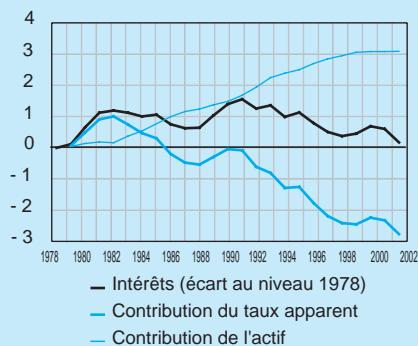
A et P désignant l'actif et le passif

¹⁰ Par souci de simplification, on ne mentionne pas l'indice de temps par rapport auquel on somme car ces calculs ne sont pas développés par la suite.

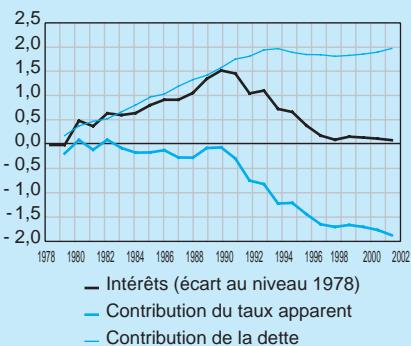
Le passif des ménages comprend les crédits à court et long termes ; celui des sociétés inclut, en outre, les titres de créances négociables et les obligations.

L'actif des ménages couvre les autres dépôts (placements à vue et à échéance, épargne contractuelle), les TCN, les obligations, les OPCVM¹¹ et les réserves techniques d'assurances ; celui des sociétés prend en compte, de plus, les prêts de court et long termes.

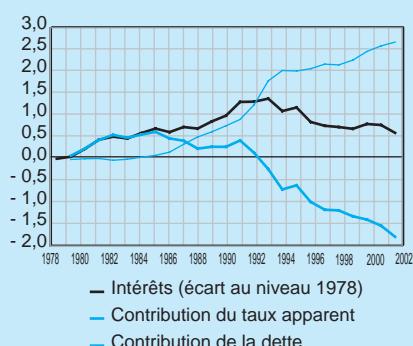
Intérêts reçus par les ménages (en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



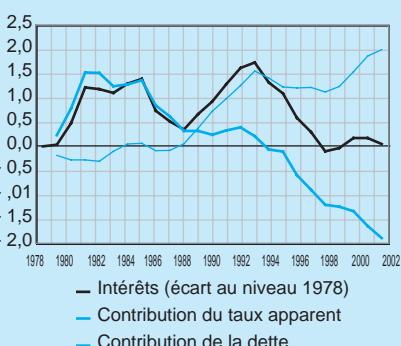
Intérêts versés par les ménages (en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



Intérêts reçus par les sociétés (en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



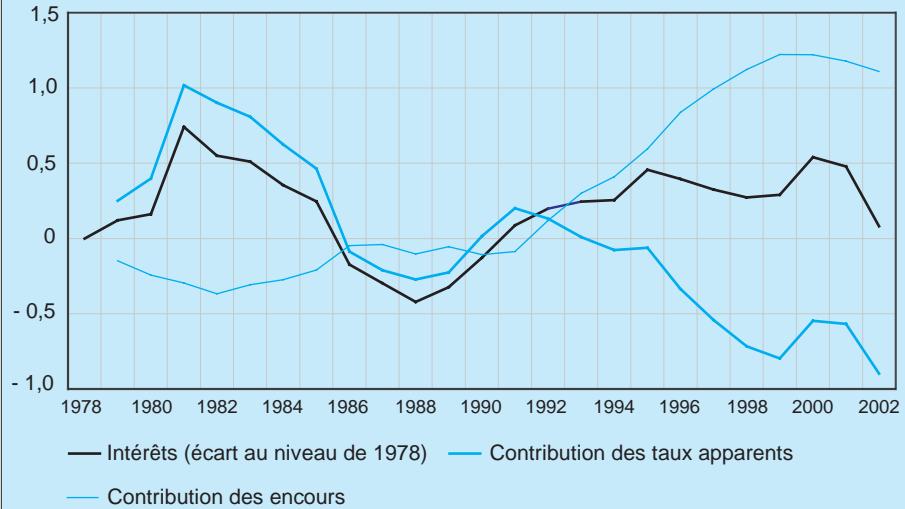
Intérêts versés par les sociétés (en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



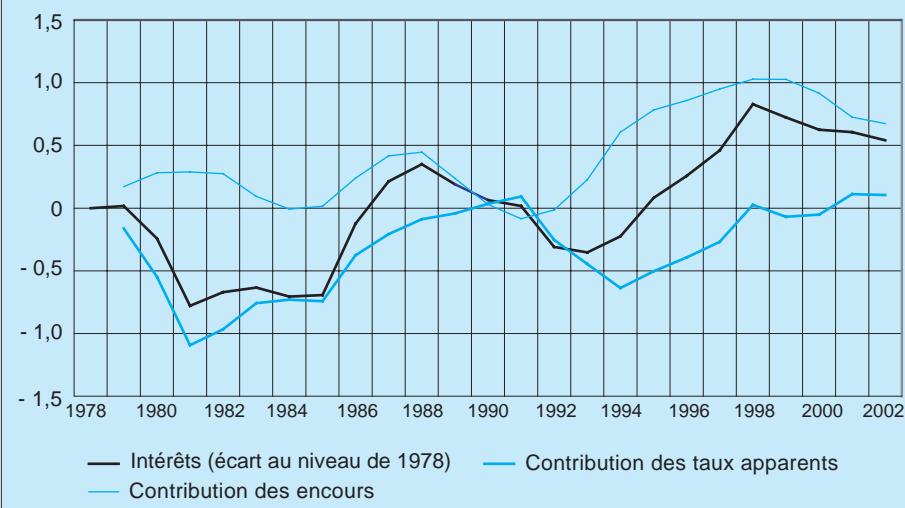
¹¹ Les taux d'intérêt apparents relatifs à l'actif des ménages et des entreprises sont minorés car leur calcul intègre la totalité de l'encours d'OPCVM alors qu'une partie de ces titres est constituée d'actions donnant lieu à paiement de dividendes et non d'intérêts.

Contributions des taux apparents et des encours au solde des intérêts des ménages

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)

**Contributions des taux apparents et des encours au solde des intérêts des sociétés**

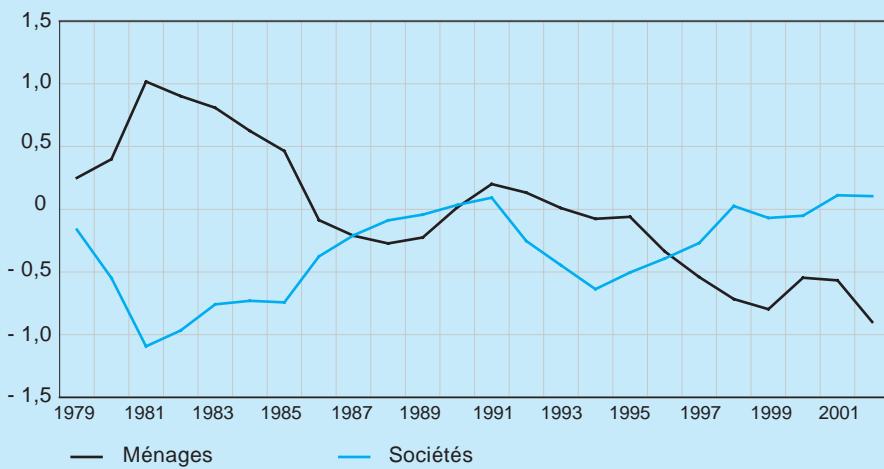
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



À partir de la récession de 1993, l'évolution des soldes d'intérêts ne reflète plus aussi étroitement que par le passé les fluctuations des taux apparents. En dépit de la baisse tendancielle des taux intervenue depuis lors, les intérêts nets reçus par les ménages ont peu varié du fait de la dynamique des encours. Les ménages ont en effet accru leurs placements et stabilisé leur dette. Le solde d'intérêts des sociétés s'est, en revanche, amélioré jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, avant de décliner sous l'influence prépondérante des encours et plus particulièrement de la dette, qui a fortement progressé avant de ralentir nettement en 2002.

Contributions des taux apparents au solde des intérêts des ménages et des sociétés

(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



Depuis 1993, la baisse tendancielle des taux d'intérêt a pénalisé le solde des intérêts nets reçus par les ménages, structurellement créditeurs, de 0,9 point de PIB, mais amélioré de 0,6 point environ celui des sociétés, généralement débitrices.

L'apport des modèles de la nouvelle génération à l'analyse économique, l'exemple de MARCOS

MARCOS (Modèle à Anticipations Rationnelles de la COnjoncture Simulée) est un modèle à fondements microéconomiques réalisé dans un cadre d'équilibre général dynamique. De ce modèle étalonné sur la zone euro, on peut retenir deux caractéristiques essentielles. D'une part, la formation des salaires est décrite à l'aide d'un modèle où les négociations ne portent que sur le salaire et où l'emploi est déterminé de façon unilatérale par les employeurs une fois le salaire négocié (modèle de « droit à gérer l'emploi »). D'autre part, le comportement des ménages est modélisé séparément selon l'accès aux marchés financiers ou le statut d'actifs ou de retraités. Ainsi, les effets d'équivalence ricardienne rencontrés dans les modèles d'équilibre général sont atténués et le système de retraite par répartition est explicitement pris en compte. Les variantes, réalisées pour étudier les propriétés du modèle, mettent en perspective : la faiblesse des phénomènes d'équivalence ricardienne, l'impact des chocs de productivité et du mode de financement des comptes sociaux sur la formation des salaires, le rôle majeur des anticipations, les conséquences macroéconomiques de l'allongement de l'espérance de vie des agents en maintenant inchangé l'âge moyen de départ à la retraite et en garantissant l'équilibre des caisses de retraite par relèvement du taux de cotisations employeurs.

Pascal Jacquinot
*Direction générale des Études et des Relations internationales
Centre de recherche
Ferhat Mihoubi¹
EPEE, Université d'Évry*

MARCOS est un modèle dynamique², à fondements microéconomiques clairement établis (modèle d'équilibre général), dont les paramètres sont pour la plupart étalonnés³ sur la zone euro⁴. Ce modèle comportant des anticipations rationnelles est particulièrement adapté à l'évaluation de l'impact de chocs de politiques économiques à moyen et à long termes.

Trois objectifs ont présidé à son élaboration : prendre en compte les critiques adressées aux modèles macroéconométriques traditionnels d'inspiration néo-keynésienne ; incorporer les avancées récentes de la théorie macroéconomique ; disposer d'un outil d'analyse des politiques économiques intellectuellement maîtrisable. Tout en ayant un cadre comptable cohérent, MARCOS est un modèle de taille raisonnable (environ 100 équations⁵).

¹ ferhat.mihoubi@eco.univ-evry.fr.

² Prenant en compte les comportements passés et futurs des agents.

³ Seuls les paramètres de la relation de Phillips et du commerce extérieur ont été estimés.

⁴ Voir Jacquinot et Mihoubi (2000) pour la présentation de la version initiale de MARCOS sur la France.

⁵ Les équations de MARCOS zone euro sont précisément décrites dans Jacquinot et Mihoubi (2003a).

Éviter les écueils des modèles traditionnels d'inspiration néo-keynésienne...

Les modèles traditionnels d'inspiration néo-keynésienne sont en général élaborés dans une perspective d'analyse de court et de moyen termes. L'arbitrage entre cohérence théorique et qualités prédictives de ces modèles se fait alors en faveur des secondes. En outre, le plus souvent, ils s'inscrivent dans une logique de modélisation par blocs conduisant à un manque de cohérence globale (démarche allant des données vers la théorie : *bottom up*). Ces modèles souffrent, de ce fait, d'une absence de relations de long terme ou, tout du moins, d'une mauvaise spécification de ces dernières. De plus, l'interprétation de leurs paramètres est souvent délicate puisqu'ils ne sont pas toujours issus d'une dérivation explicite d'un programme d'optimisation. Ces modèles s'exposent directement à la critique de Lucas, selon laquelle leurs paramètres ne sont pas invariants aux chocs de politique économique, sans échapper à la critique de Sims qui montre que les contraintes imposées aux modèles traditionnels les rendent incohérents avec le processus générateur des données.

Dans les modèles macroéconomiques traditionnels (modèle de l'OFCE par exemple, Chauvin et *alii* (2002)), afin d'obtenir de bonnes propriétés prédictives, les choix de spécification sont souvent trop frustes. C'est le cas, par exemple, de la modélisation des comportements d'offre, qui est, en général, sommaire dans la plupart des modèles macroéconomiques de prévision. Or, à l'évidence, les variables d'offre (investissement, stock de capital, emploi, salaires,...) jouent un rôle important dans le comportement des modèles. Ainsi, les salaires sont souvent modélisés avec une courbe de Phillips, l'emploi dépend principalement d'un simple effet accélérateur et les prix sont déterminés par un taux de marge supposé constant sur les coûts unitaires de production. Autre illustration de ces faiblesses, les relations entre les variables en flux et celles en stocks sont souvent négligées, alors que les variables d'endettement jouent un rôle majeur dans les canaux de transmission des chocs de politique économique.

De même, le traitement des anticipations est pour le moins simpliste (voire inexistant) : bien souvent il se limite à une hypothèse adaptative par un simple lissage sur les valeurs passées. Pourtant, à court terme, les anticipations sont primordiales pour analyser l'effet des politiques macroéconomiques ; en particulier, les processus d'apprentissage, les effets d'annonce et la crédibilité ne sont pas considérés.

...en retenant un modèle d'équilibre général dynamique

MARCOS a été construit en adoptant une démarche opposée à celle des modèles d'inspiration néo-keynésienne. Il se situe dans la tradition des modèles de croissance néo-classiques et possède des fondements microéconomiques clairement établis. Cette fois-ci, l'arbitrage entre la cohérence théorique et la qualité des ajustements aux données historiques est effectué en faveur de la théorie, de façon à obtenir un outil bien adapté à des exercices de simulations de politique économique de moyen ou long termes. Ainsi, la cohérence globale du modèle a été assurée en adoptant une démarche partant de la structure d'ensemble vers les équations (*top down*). La contrepartie de cette exigence est l'inadaptation de MARCOS pour la réalisation d'exercices de prévisions.

En outre, MARCOS dispose d'un sentier de croissance équilibré explicitement engendré par le modèle dynamique de court terme. Ses équations dépendent pour l'essentiel de paramètres structurels, invariants aux chocs de politique économique, répondant ainsi à la critique de Lucas. En outre, elles sont déduites, de façon explicite, des comportements d'optimisation des différents agents : ménages, entreprises, syndicats. MARCOS dispose ainsi d'un bloc d'offre homogène prenant en compte le caractère prospectif des anticipations et où la formation des salaires résulte d'un processus de négociation. En revanche, la fonction de réaction des autorités monétaires n'est pas tirée de l'optimisation d'une fonction objectif car la dérivation d'une règle de politique monétaire optimale est trop complexe dans MARCOS⁶.

Les anticipations sont à la fois tournées vers le futur et cohérentes avec les trajectoires engendrées par le modèle. Elles interviennent sur les variables réelles (consommation, investissement, fonction de réaction des autorités budgétaires) ou sur les prix et les variables nominales (courbe de Phillips, fonction de réaction des autorités monétaires, relation de Fisher, parité des taux d'intérêt non couverte).

MARCOS se situe dans la lignée de modèles construits : dans des organismes internationaux, le FMI avec MULTIMOD Mark III (Laxton et alii (1998)), la Commission européenne avec QUEST II (Roeger et in't Veld (1997)) ; dans des banques centrales, la Banque du Canada avec QPM (Black et alii (1994), Coletti et alii (1996)), la *Reserve Bank* de Nouvelle-Zélande avec FPS (Black et alii (1997)) ; dans des centres de recherche, le CEPREMAP avec Laffargue (1995) et le CEPII-CEPREMAP avec Cadiou et alii (2001). Toutefois, il se distingue de ces modèles par la présence simultanée d'un cadre de concurrence monopolistique et de négociations salariales et par la prise en compte explicite du régime de retraite par répartition combinée avec l'hypothèse de cycle de vie (profil par âges de la consommation).

Une brève synthèse des principales caractéristiques du modèle est proposée dans la première partie. Une attention particulière est portée à deux caractéristiques du modèle : la formation des salaires et du taux de chômage d'équilibre, c'est-à-dire celui réconciliant les exigences contradictoires des employeurs et des salariés, ainsi que le comportement des ménages en tenant compte du système de retraite par répartition. La seconde partie expose les principales propriétés de MARCOS étudiées à l'aide de trois types de variantes analytiques de demande, d'offre et de retraite.

Les variantes présentées ont pour but d'illustrer les avantages d'une modélisation explicite du processus de négociation, du système de retraite et des anticipations cohérentes avec le modèle. Cependant, les résultats de ces variantes ne peuvent pas être complètement analysés comme des recommandations de politique économique, puisque les effets purement conjoncturels sont négligés.

⁶ La fonction objectif de la Banque centrale doit être maximisée sous la contrainte de l'ensemble des équations du modèle, au nombre de 100. Il est toutefois possible de déterminer les paramètres optimaux de la fonction de réaction à l'aide de méthodes de simulations ; voir à ce sujet Jacquinot et Mihoubi (2003c).

1. Présentation du modèle

MARCOS est un modèle annuel étalonné sur les données de la zone euro⁷ pour la période 1985-1997. Il a été construit en supposant que les marchés des biens et du travail sont en concurrence monopolistique. Il permet de réaliser des exercices de simulations sur un horizon de moyen et long termes en retenant comme situation de référence un sentier de croissance équilibré à taux constant.

1.1 Une vue d'ensemble

Le comportement de six agents est décrit : ménages, entreprises, administrations publiques, banque centrale, reste du monde et syndicats pour les négociations salariales (schéma 1). Deux types de ménages sont considérés : les ménages keynésiens, qui subissent une contrainte de liquidité, et les ménages classiques, non contraints. Les ménages classiques qui détiennent les titres publics (bons du Trésor) et les titres privés (actions émises par les entreprises) déterminent leur niveau de consommation en maximisant leur utilité intertemporelle. On distingue au sein des ménages classiques les actifs et les retraités. Ainsi, la composante non financière du patrimoine des ménages classiques comprend le patrimoine humain (la somme actualisée des flux des revenus du travail) et les équivalents patrimoniaux des droits à la retraite (la somme actualisée des prestations retraite). L'équivalent patrimonial des droits à la retraite est l'unique composante du patrimoine non financier des ménages retraités et vient en complément de la richesse humaine pour les ménages actifs.

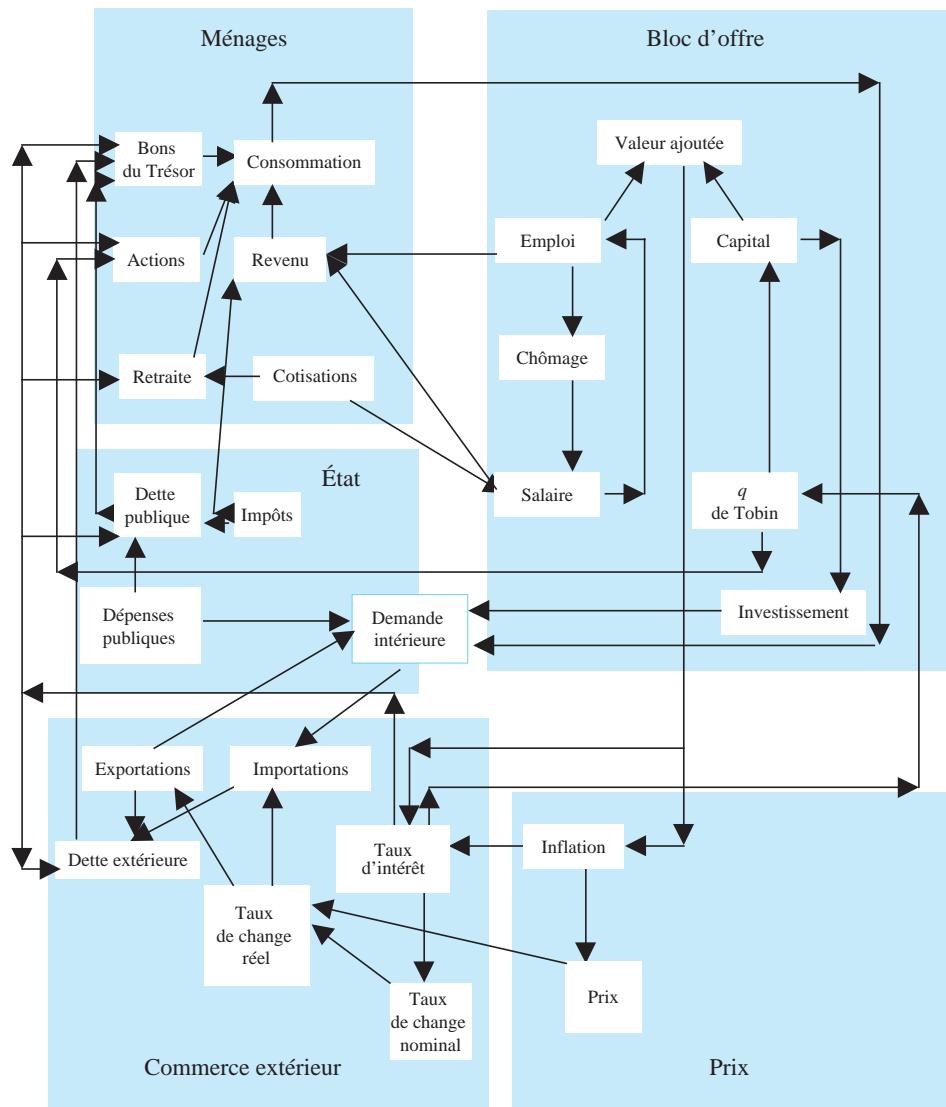
Le capital humain dépend des salaires réels déduits d'un modèle de négociations de type « droit à gérer l'emploi » dans lequel seuls les salaires font l'objet de négociations entre employeurs et salariés (on y reviendra en détail). L'emploi, sujet à des coûts d'ajustement, est déduit de la demande de travail émanant des employeurs en tenant compte du salaire négocié. Cette modélisation explicite du processus de négociations salariales permet de calculer un taux de chômage d'équilibre rendant compatibles les objectifs des représentants des salariés et des employeurs.

Les rigidités nominales et l'incidence sur la formation des prix des tensions sur le marché des biens sont modélisées par une courbe de Phillips intégrant des anticipations cohérentes avec celles données par le modèle. L'inflation courante dépend ainsi de ses valeurs passées et anticipées ainsi que d'un terme d'écart de production.

L'investissement est déduit de la maximisation du profit en présence de coûts d'ajustement sur le capital et d'une technologie à élasticité de substitution constante. Il dépend alors du q de Tobin, ratio entre la valeur financière et la valeur comptable de l'entreprise. Les exportations et les importations sont expliquées par leurs indices respectifs de compétitivité-prix ainsi que par, respectivement, la demande mondiale et la demande intérieure.

⁷ Une version multinationale de MARCOS intégrant la zone euro et les États-Unis avec un bouclage international est également disponible (Jacquinot et Mihoubi (2003b)).

Schéma 1
Structure causale de MARCOS



Les impôts considérés sont : l'impôt sur les sociétés (IS), la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP). Ce dernier, endogène⁸, est ajusté par l'État pour assurer l'adéquation de la dette publique à son niveau désiré. On dispose ainsi d'une fonction de réaction des autorités budgétaires. À court terme, l'État garantit en dernier ressort l'équilibre des comptes sociaux. Le solde budgétaire correspond alors à l'écart entre les dépenses publiques et les recettes fiscales, augmenté du solde des comptes sociaux. À long terme, le taux de cotisations employeurs s'ajuste pour assurer l'équilibre des comptes sociaux.

⁸ Le choix de l'impôt permettant d'ajuster les comptes publics est laissé à l'utilisateur dans MARCOS. On a retenu le taux de l'IRPP, dans la mesure où les taux de TVA font l'objet d'une harmonisation au niveau européen et sont moins l'objet d'ajustements.

Un taux d'intérêt à un an (le taux court), un taux à dix ans (le taux long) et le taux court américain interviennent dans MARCOS. Les autorités monétaires fixent le taux de court terme par une règle de Taylor, c'est-à-dire en fonction des écarts d'inflation et de production, alors que la relation entre les taux court et long est assurée par une courbe de taux, augmentée d'une prime de terme constante. Les taux d'intérêt agissent directement sur la consommation des ménages classiques, via les effets de richesse et de substitution dans l'arbitrage entre consommation et épargne ; ils influencent leur richesse, puisque les taux d'intérêt déterminent les montants des dettes publique et externe détenus par les ménages. Par ailleurs, la productivité à long terme du stock de capital optimal est égale au taux d'intérêt réel d'équilibre corrigé du taux de déclassement du capital. Enfin, taux court et taux de change sont liés par une relation de parité des taux d'intérêt non couverte. Par ce canal, les taux d'intérêt jouent sur la compétitivité-prix du commerce extérieur et sur le solde de la balance commerciale.

Deux aspects essentiels de MARCOS méritent un examen plus attentif : la formation des salaires, décrite à l'aide d'un modèle de négociations de type « droit à gérer l'emploi », et le comportement des ménages, qui sont séparés selon l'accès aux marchés financiers ou le statut d'actifs ou de retraités.

1.2. La formation des salaires et le taux de chômage d'équilibre

Dans MARCOS, la formation des salaires s'inscrit dans le cadre des modèles dits *Wage-Setting/Price-Setting* (WS-PS) proposés par Layard, Nickell et Jackman (1991). Les objectifs des salariés et des employeurs portent sur le niveau du salaire réel en référence au prix de la consommation pour les salariés et au prix de la valeur ajoutée pour les employeurs. Toutefois, leurs objectifs sont contradictoires : obtenir le salaire le plus élevé pour les travailleurs et produire avec le moindre coût salarial pour les employeurs. Le taux de chômage d'équilibre est celui qui rend compatible ces exigences opposées. L'emploi atteint alors son niveau d'équilibre et, à population active constante, le taux de chômage rejoint son niveau d'équilibre. Les salaires sont négociés suivant le modèle de « droit à gérer l'emploi ». La détermination des salaires et de l'emploi s'effectue en deux étapes. Dans un premier temps, les employeurs et les représentants des salariés négocient le salaire. Pour le salaire ainsi négocié, les employeurs fixent ensuite, de façon unilatérale, le niveau de l'emploi. Cette démarche est décrite à l'aide de deux relations, l'équation de salaire réel et celle d'emploi.

L'équation de salaire

L'équation WS découle du modèle de négociations salariales qui peuvent être considérées comme un jeu où les protagonistes (syndicats et employeurs) tentent d'obtenir la plus grande part du surplus (ou encore de la rente) dégagé par l'appariement entre employeurs et salariés dans un contexte de concurrence monopolistique (voir encadré 1).

Le salaire réel ainsi négocié (équation WS, encadré 1) est égal aux revenus de remplacement (les indemnités chômage) augmenté d'un taux de marge salariale. Il dépend positivement des revenus de remplacement, dans la mesure où les salariés refusent les opportunités d'emploi dont le salaire est inférieur aux revenus de remplacement.

Encadré 1

La formation des salaires

La négociation est usuellement formalisée à l'aide d'un critère (critère de Nash généralisé) qui permet de décrire la répartition du surplus total engendré par l'embauche d'un salarié. Ce surplus se compose du gain net en termes d'utilité du salarié passant du statut de demandeur d'emploi, percevant une indemnité chômage, à celui de travailleur, percevant un salaire supérieur à cette indemnité. Le surplus se compose aussi du gain net de l'employeur qui, s'il n'embauche pas, ne produit pas et donc supporte une perte d'exploitation. Dans le cas opposé, sa production lui permet de dégager un profit, puisque les entreprises se situent dans un contexte de concurrence monopolistique. C'est donc sur l'ensemble formé du profit et de l'écart entre l'utilité d'un travailleur et celle d'un chômeur que porte la négociation. En pratique, le pouvoir de négociation intervient sous la forme d'une pondération dans le critère retenu (Ω), indiquant quelles exigences seront privilégiées lors des négociations.

$$\Omega = (\Pi_i - \Pi^0)^{1-\beta} (V_i - V^0)^\beta$$

avec Π_i : le profit de l'entreprise i ; Π^0 : le profit de l'entreprise en l'absence de production ; V_i : l'utilité dégagée par un travailleur ; V^0 : l'utilité dégagée par un chômeur ; β : le pouvoir de négociation des salariés.

Le pouvoir de négociation est l'une des variables centrales du processus de négociation. Dans la situation extrême d'un monopole syndical ($\beta = 1$), seuls les intérêts des salariés ou de leurs représentants sont pris en compte, l'ensemble du surplus dégagé étant alors accaparé par les salariés. A contrario, si les employeurs détiennent l'ensemble du pouvoir de négociation ($\beta = 0$), ils fixent le salaire de façon à accaparer l'ensemble du surplus. Cette dernière situation est qualifiée de situation « concurrentielle » dans la mesure où les salaires coïncident avec les indemnités chômage (le taux de marge salariale est nul).

La fonction d'utilité des salariés dépend, outre du niveau du salaire, du volume d'emploi et des revenus de remplacement (RR), en général les indemnités chômage. Dans la mesure où l'emploi intervient dans la fonction d'utilité des salariés et dans la mesure où son niveau est déterminé, dans le cadre du modèle de « droit à gérer l'emploi », par les seuls employeurs, les salariés tiennent compte du comportement de demande de travail de la firme.

La solution du problème de négociation est obtenue en maximisant le critère par rapport au salaire :

$$\underset{w}{\text{Max}} \Omega = \underset{w}{\text{Max}} (\Pi_i - \Pi^0)^{1-\beta} (V_i - V^0)^\beta$$

Le salaire, solution du partage du surplus, est alors de la forme :

$$\frac{w}{pc} = [1 + TM^w] RR \quad (WS)$$

avec w : le salaire nominal ; pc : le prix à la consommation ; RR : les revenus de remplacement en termes réels ; TM^w : le taux de marge salariale appliqué sur les revenus de remplacement.

L'issue des négociations dépend ainsi des déterminants du taux de marge salariale :

- le pouvoir de négociation des salariés, souvent approché par le taux de syndicalisation ou par le nombre de journées de grève, en est l'un des plus importants facteurs. Il est de 0,43. Cette valeur est endogène au modèle, de sorte que le gain dégagé par l'appariement d'un poste vacant et d'un chômeur est réparti entre salarié et employeur suivant leurs degrés d'impatience, mesurés par leurs taux de préférence pour le présent respectifs.

- le taux de chômage détermine les opportunités extérieures des salariés lors des négociations : en présence d'une réduction du taux de chômage, les opportunités extérieures sont plus favorables et les salariés ou leurs représentants peuvent être plus revendicatifs en matière salariale. Le taux de chômage exerce donc une influence négative sur le taux de marge salariale et, par conséquent, sur les salaires.
- plus le degré de concurrence sur le marché des biens (supposé exogène) est faible, plus le profit de monopole dégagé par la firme est élevé et plus la perte que devrait subir l'entreprise en cas d'échec des négociations est importante. Le salaire réalisable s'en trouve, par conséquent, plus élevé.
- les caractéristiques de la fonction d'utilité des salariés ou de leurs représentants exercent aussi une influence sur le taux de marge. À titre d'exemple, dès lors que les syndicats prennent en compte les intérêts des chômeurs, une aversion marquée des salariés pour le risque les dissuade de demander des salaires qui conduiraient à réduire l'emploi en présence d'un choc défavorable.

Encadré 2**La courbe PS équation de prix et équation de demande de travail**

La courbe PS déduite de la maximisation du profit des employeurs est de la forme

$$p = (1 + TM^P) \frac{\text{coût}}{F_L} \quad (\text{PS})$$

avec p le prix de la valeur ajoutée ; TM^P : le taux de marge sur les coûts unitaires de production dont l'ampleur dépend du degré de concurrence sur le marché des biens ; coût : le coût total du travail ; F'_L : la productivité marginale du travail.

Pour une fonction de production de type Cobb-Douglas ($Y = A \cdot L^\alpha \cdot K^{1-\alpha}$ avec Y la valeur ajoutée en volume, L l'emploi, K le stock de capital, A le facteur d'échelle et α le coefficient technique), l'équation PS peut s'écrire :

$$p = (1 + TM^P) \text{ coût} \frac{L}{\alpha Y}$$

L'inversion de la courbe PS permet d'obtenir une écriture en termes de demande de travail reliant positivement le coût réel du travail à sa productivité marginale :

$$F'_L = \frac{1}{1 + TM^P} \frac{\text{coût}}{p}$$

On a alors :

$$L = \frac{\alpha}{(1 + TM^P)} \cdot Y \cdot \frac{p}{\text{coût}}$$

Pour une population active (\bar{L}) supposée constante, on peut déduire une expression du taux de chômage (u) de l'équation précédente :

$$u = 1 - \frac{L}{\bar{L}} = 1 - \frac{\alpha}{(1 + TM^P)} \cdot \frac{Y \cdot p}{\bar{L} \cdot \text{coût}}$$

Le taux de chômage apparaît ainsi comme une fonction croissante, entre autres, du coût réel du travail.

L'équation de prix

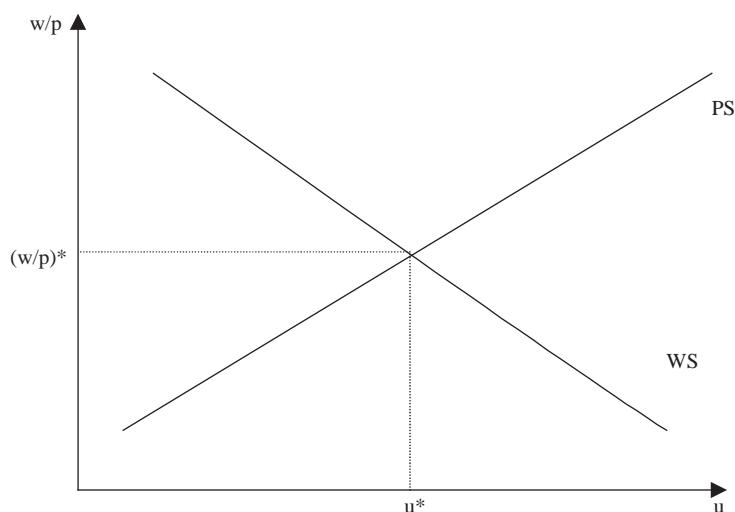
En pratique, l'emploi est déterminé par l'égalisation du coût réel du travail (salaires bruts et cotisations sociales employeurs rapportés au prix de la valeur ajoutée) à sa productivité marginale. Cette équation peut aussi être considérée comme décrivant le prix déterminé par application d'un taux de marge constant sur les coûts unitaires de production. Il s'agit dans les deux cas de l'équation PS (voir encadré 2)

Le chômage d'équilibre

En résolvant le système d'équations WS-PS, on obtient les valeurs d'équilibre du salaire et du chômage qui rendent compatibles les exigences contradictoires des deux partenaires sociaux (respectivement $(w/p)^*$ et u^* , voir graphique 1).

Notons que les revenus de remplacement, le pouvoir de négociation des représentants des salariés et les taux de cotisations sociales influencent positivement le taux de chômage d'équilibre. En revanche, le degré d'aversion pour le risque des salariés exerce une influence négative sur le taux de chômage d'équilibre.

*Graphique 1
Le modèle WS-PS*



1.3. La consommation des ménages

Les modèles d'équilibre général dynamique souffrent de caractéristiques parfois caricaturales en matière de comportements d'épargne des ménages. En pratique, ils présentent des phénomènes d'équivalence ricardienne. À la suite d'une hausse du déficit budgétaire (résultant soit d'une augmentation des dépenses publiques soit d'une réduction des impôts), les ménages, ayant une durée de vie infinie, anticipent parfaitement une augmentation future des prélèvements fiscaux afin de résorber le déficit public. Par conséquent, dès la mise en œuvre d'une politique induisant un déficit des comptes publics, les ménages accroissent leur épargne d'un montant équivalent. Les effets multiplicateurs traditionnels sont alors totalement absents de ce type de modèle.

Afin d'éviter cet écueil, MARCOS adopte, comme dans MULTIMOD, QUEST II et QPM, deux mécanismes limitant les phénomènes d'équivalence ricardienne :

- deux types de ménages sont distingués, les ménages classiques et les ménages keynésiens. Les premiers détiennent en exclusivité les entreprises⁹ et, en concurrence avec les non-résidents, les bons du Trésor. Les ménages keynésiens, sans patrimoine financier, n'accèdent pas aux marchés financiers et de ce fait ne peuvent ni épargner ni s'endetter. Ils consomment donc l'ensemble de leurs revenus. Par conséquent, ils ne peuvent réagir en modifiant leur épargne à la suite d'un choc affectant le déficit des comptes publics, réduisant par là-même les phénomènes d'équivalence ricardienne.
- la modélisation du comportement des ménages classiques s'inscrit dans la perspective du modèle dit de jeunesse perpétuelle de Blanchard (1985) dans lequel les individus ont une durée de vie finie. Dans ce cas, pour les ménages, la probabilité qu'une augmentation des prélèvements fiscaux pour résorber le déficit public survienne après leur décès est non nulle. Dans ce dernier cas, ils ne répercutent pas la totalité du choc sur leur épargne¹⁰.

Toutefois, MARCOS se démarque du modèle de Blanchard par l'introduction du système de retraite par répartition. Au lieu de considérer qu'un individu actif a une probabilité de mourir à chaque date, on suppose, en suivant Gertler (1997), que tout individu connaît deux grandes phases de vie : la période d'activité et celle de retraite. Les agents actifs connaissent à chaque date une probabilité non nulle de devenir retraités. Ils ne peuvent pas s'assurer contre la perte de revenu liée au passage à la retraite. Dans le modèle, une fois retraités, ils ont une probabilité non nulle de mourir. Un système d'assurance permet de répartir le patrimoine (négatif ou positif) des individus décédés entre les individus toujours vivants.

Les ménages keynésiens perçoivent durant leur vie active les seuls revenus du travail et durant leur période de retraite uniquement les prestations retraite. En revanche, les ménages classiques ayant accès aux marchés financiers perçoivent, en plus de leurs revenus salariaux et de leurs retraites, les revenus de leur patrimoine

⁹ L'immobilité des ménages entraîne celle du capital des entreprises.

¹⁰ En l'absence naturellement de comportements d'altruisme intergénérationnel.

financier. Leur décision de consommation dépend directement de leur patrimoine total, qui regroupe, outre le patrimoine financier, la richesse humaine et les équivalents patrimoniaux des droits à la retraite durant la période d'activité, et les seuls équivalents patrimoniaux des droits à la retraite une fois devenus non actifs. Deux types de richesse et deux types de propension marginale à consommer la richesse doivent donc être considérés suivant le statut de l'individu (actif ou retraité).

Le patrimoine non financier des ménages se compose pour les actifs de la richesse humaine, somme actualisée des revenus présents et futurs du travail, et des équivalents patrimoniaux des droits à la retraite, somme actualisée des prestations retraite futures pondérées par la probabilité d'être retraité. Le patrimoine non financier des ménages retraités se limite naturellement aux seuls équivalents patrimoniaux des droits à la retraite, somme actualisée des prestations retraites présentes et futures. Dans la mesure où, pour chaque retraité, les prestations retraites sont plus faibles que ses précédents revenus du travail, sa propension marginale à consommer excède celle observée durant sa période d'activité afin de lisser sa consommation sur son horizon de vie. Cette caractéristique est importante notamment pour les variantes modifiant le patrimoine financier des ménages, puisqu'elle engendre des effets de composition sur la consommation entre ménages actifs et retraités.

Pour rendre compte de la structure des revenus par âges en forme de cloche durant la période d'activité, MARCOS reprend la modélisation adoptée par Faruqee et *alii* (1997). Le revenu des ménages actifs connaît trois phases : les premières années, qui se caractérisent par un revenu de faible montant mais connaissant un rythme de croissance soutenu ; la période de milieu de vie active, durant laquelle le revenu est élevé mais avec un rythme de progression faible ; la période de fin d'activité, marquée par une légère baisse de revenu. Avec une telle structure de revenus par âges, des variantes fiscales peuvent présenter des distorsions générationnelles. Par exemple, une réduction du taux de l'IRPP compensée par une augmentation du taux de la TVA aura pour effet de pénaliser les ménages âgés qui se sont acquittés d'un taux d'IRPP plus élevé durant leur période d'activité et ne bénéficient que dans une moindre mesure de la baisse du taux de l'IRPP étant retraités.

2. Les principales propriétés de MARCOS

Pour illustrer les principales caractéristiques de MARCOS, nous présentons trois types de variantes : de demande, d'offre et de retraite. Le choc de demande représenté par un allègement des taxes directes met en perspective les mécanismes limitant les effets caricaturaux, notamment de neutralité des politiques budgétaires. Les deux chocs d'offre, l'un de productivité, l'autre de financement des comptes sociaux, permettent d'examiner la détermination des salaires, des prix et de l'emploi. Nous évaluons les conséquences d'un allongement de l'espérance de vie des agents, en l'absence de réforme du système de retraite par répartition, financé par un relèvement du taux de cotisations employeurs.

2.1. Une réduction du taux de pression fiscale de deux points durant cinq ans suivie d'une augmentation permanente du ratio dette publique sur PIB de dix points

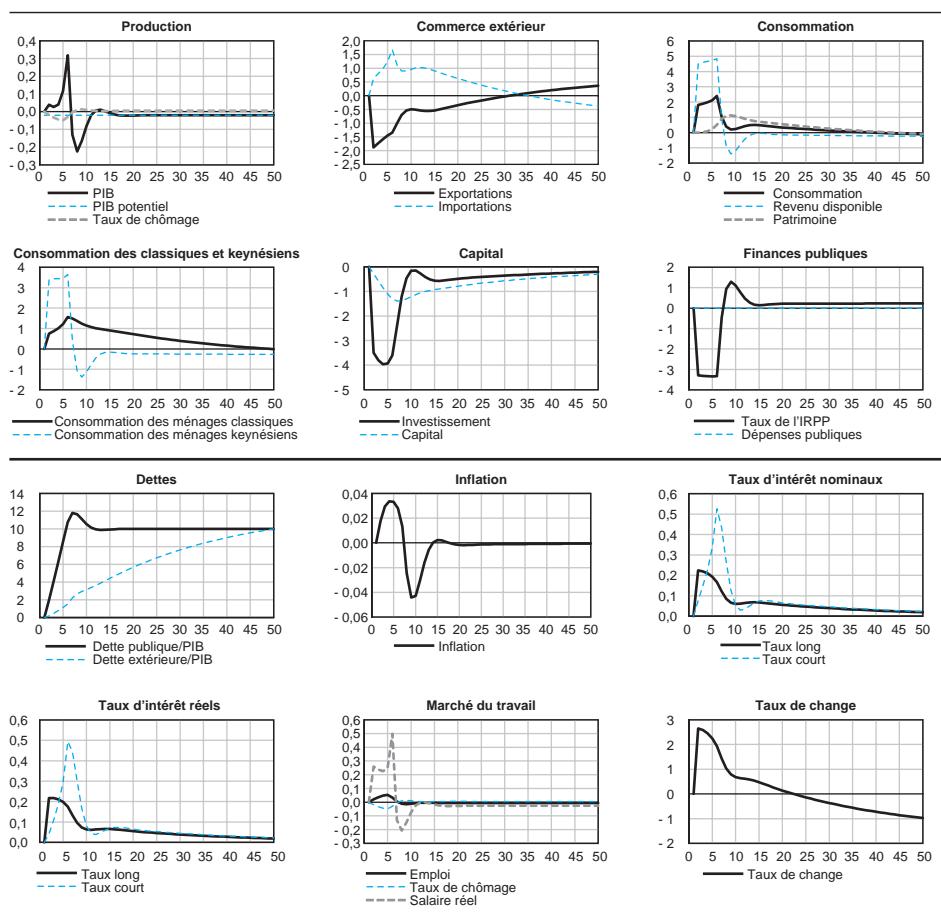
Dans cette variante, l'État ne réagit pas à l'augmentation de la dette publique induite par l'allègement fiscal, durant les cinq premières années (graphique 2). Concrètement, le taux de l'IRPP, temporairement exogène, est réduit de deux points, de sorte que le ratio dette publique sur PIB croît sur les cinq premières années. La fonction de réaction des autorités budgétaires est aussi temporairement « débranchée ». À partir de la sixième année et jusqu'à la fin de la simulation, la fonction de réaction de l'État est « réactivée », le taux de l'IRPP redevenant endogène, avec un objectif de ratio dette publique sur PIB supérieur de dix points à sa valeur dans le compte central.

À long terme, l'accroissement de dix points du ratio dette publique sur PIB nécessite une augmentation modérée du taux d'IRPP (moins d'un demi point) pour couvrir le niveau plus élevé de la charge de la dette. Cette augmentation du taux d'IRPP provoque une réduction quasi équivalente de la consommation des ménages.

L'augmentation de la dette publique ne conduit pas à un effet d'équivalence

Graphique 2

Réduction de 2 % du taux de l'IRPP suivie d'une augmentation du ratio dette publique sur PIB de 10 %



ricardienne pour deux raisons. D'une part, les ménages ont un horizon de vie fini, contrairement à l'État. De ce fait, les ménages classiques n'achètent pas l'ensemble des titres émis par l'État et n'augmentent pas leur épargne à due concurrence à long terme. En effet, ils anticipent que le remboursement de la dette publique *via* un accroissement de l'IRPP a une probabilité non nulle d'être réalisé à une date ultérieure à leur mort. D'autre part, une fraction des ménages est sujette à une contrainte de liquidité et ne peut pas accroître son épargne.

L'épargne des ménages n'augmente pas suffisamment pour compenser l'accroissement de la dette publique, financée presque exclusivement par l'extérieur. En d'autres termes, l'accroissement de la dette publique s'accompagne de celui quasi identique de la dette extérieure. L'équilibre de la balance des paiements est alors obtenu par une amélioration de la balance commerciale (les sorties de capitaux nécessaires au remboursement de la dette extérieure sont contrebalancées par un excédent de la balance commerciale) résultant de la dégradation du taux de change réel.

À très brève échéance, la réduction du taux de l'IRPP provoque un accroissement du revenu disponible des ménages et, dans la mesure où l'hypothèse d'équivalence ricardienne n'est pas satisfaite, un accroissement presque proportionnel de la consommation des ménages ainsi que, de façon générale, un regain d'activité. Ce dernier provoque l'apparition d'un écart de production positif et de faibles tensions inflationnistes. Ces deux derniers effets entraînent une hausse du taux d'intérêt, *via* la fonction de réaction des autorités monétaires, ce qui induit un phénomène d'évasion. L'investissement privé enregistre donc une baisse marquée, de près de 4 % au bout de 5 ans. De la même façon, du fait de la parité des taux d'intérêt non couverte, l'augmentation du taux d'intérêt de court terme induit une appréciation du taux de change réel et donc une réduction des exportations et un accroissement des importations déjà dopées par le surcroît de demande intérieure.

À moyen terme, l'accroissement du taux de l'IRPP ralentit puis réduit la consommation et l'activité et ramène l'économie sur sa trajectoire de long terme.

2.2. Une augmentation de 1 % de la productivité du travail

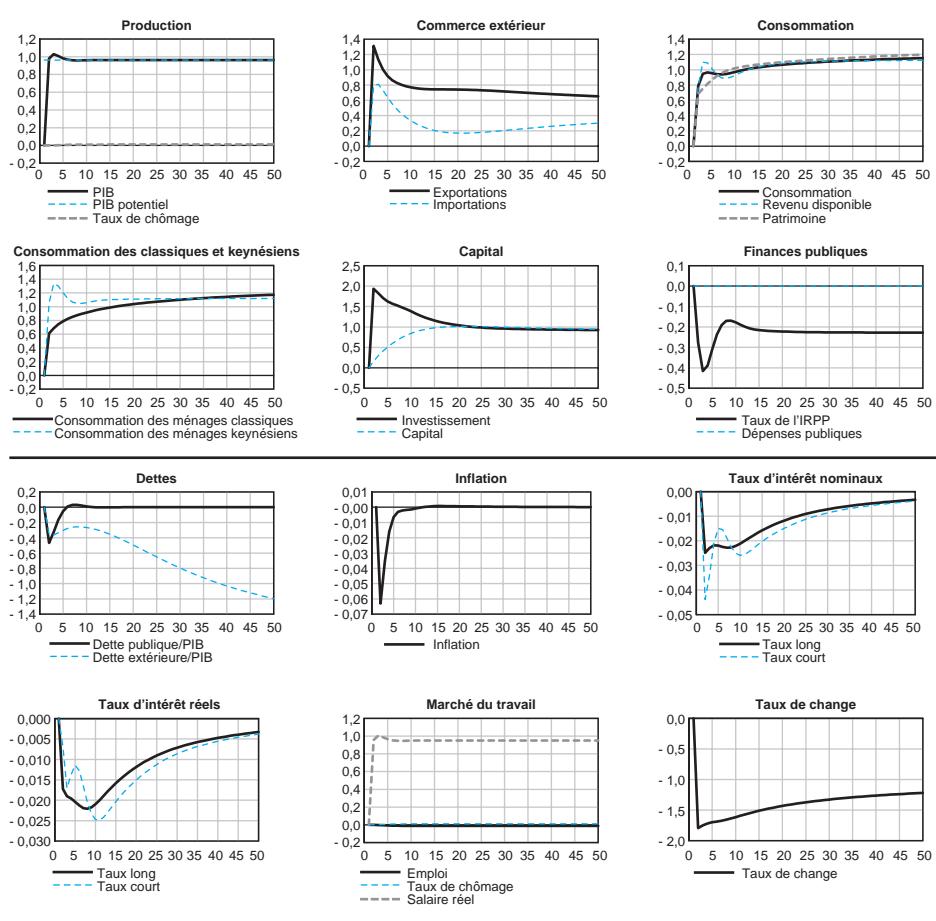
Cette variante donne une première évaluation des effets à long terme d'un choc entretenu sur la productivité du travail (graphique 3). L'accroissement de 1 % de cette productivité conduit, à brève échéance, à une hausse des salaires en laissant l'emploi inchangé (encadré 3). Le choc augmente simultanément le salaire susceptible d'être accordé par les employeurs et les aspirations salariales des syndicats. Les négociations salariales étant modélisées dans le cadre d'un modèle de « droit à gérer l'emploi », en l'absence de coûts d'ajustement, le salaire réel s'ajuste quasi immédiatement à la productivité du travail et l'emploi demeure inchangé.

La hausse des salaires provoque une augmentation instantanée de la consommation des ménages keynésiens et plus progressive (*via* la richesse humaine) de la consommation des ménages classiques. De la sorte, la consommation totale augmente de moins de 1 % dès la première année pour se stabiliser à plus de 1 % au bout de dix ans. À très court terme, le revenu disponible réel des ménages s'accroît de plus

de 1 % du fait de l'accroissement des revenus patrimoniaux et de la réduction du taux de l'impôt sur le revenu. Cette dernière baisse résulte de la contraction du poids de la dette publique dans le PIB. En effet, l'État ajuste le taux de l'IRPP à un objectif de ratio de dette sur PIB. À long terme, le taux d'épargne des ménages est inchangé.

À court terme, l'accroissement de l'efficacité du travail induit une hausse de la production à volume de facteurs inchangé. La productivité du capital s'améliorant, le stock de capital désiré augmente entraînant une hausse de l'investissement. Toutefois, la production augmentant plus rapidement que la demande, une très faible baisse de l'inflation se produit à court terme : le taux d'inflation diminue marginalement de près de 0,06 point durant les premières années. Ce très léger recul est attribuable à la faiblesse de l'effet Phillips, mesurant le lien entre l'*output gap* et l'inflation. En outre, la dégradation des termes de l'échange et l'amélioration de la compétitivité-prix du commerce extérieur qui en résulte permettent d'améliorer le solde de la balance commerciale. Les exportations augmentent de plus de 1 % à court terme et d'environ 0,8 % à long terme alors que les importations progressent moins rapidement avec une croissance respective de 0,8 % à court terme et près de 0,4 % à long terme.

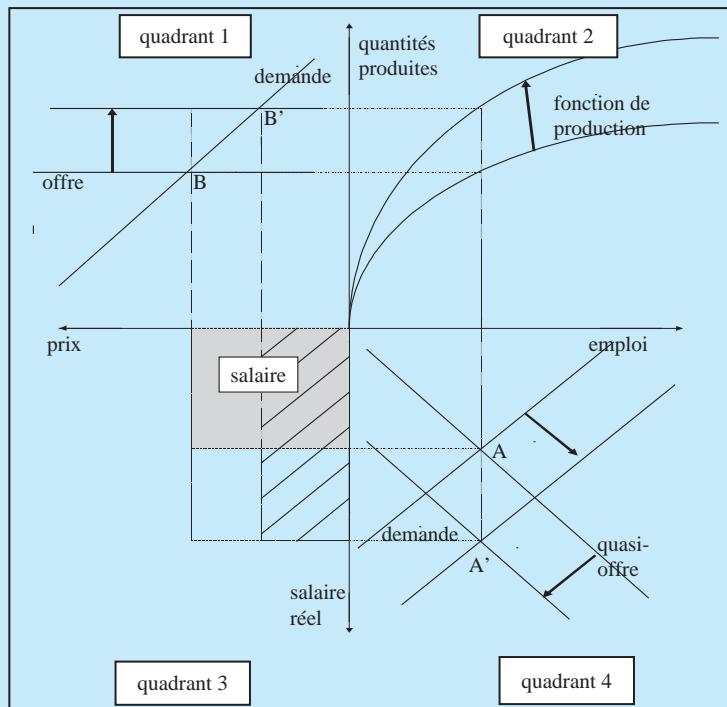
Graphique 3
Augmentation de 1 % de la productivité du travail



Encadré 3

Impact d'une augmentation de l'efficacité du travail

Un accroissement de l'efficacité du travail déplace la fonction de production vers le haut dans le plan production emploi : une même quantité de travail permet de produire davantage (quadrant 2). L'amélioration de l'efficacité du travail provoque ainsi un accroissement de la productivité apparente du travail et partant une diminution des coûts unitaires de production. À long terme, les prix, déterminés par application d'un taux de marge constant sur les coûts unitaires, diminuent (quadrant 1). La demande de travail, obtenue à long terme par égalisation du salaire réel à la productivité du travail, se déplace vers la droite du fait de l'augmentation de la productivité du travail. Toutefois, la quasi-offre de travail émanant des syndicats tient compte de l'amélioration de la productivité du travail. Elle enregistre un déplacement proportionnel à celui observé sur la demande de travail (quadrant 4). De la sorte, le salaire réel d'équilibre s'établit à un niveau plus élevé, mais l'emploi et donc le chômage d'équilibre demeurent inchangés. Enfin, la hausse du salaire réel est obtenue par la baisse des prix et donc le salaire nominal ne subit pas de modifications : la zone hachurée mesurant le salaire nominal à la suite du choc sur l'efficacité du travail est de même taille que la zone grise correspondant au salaire nominal avant le choc (quadrant 3).

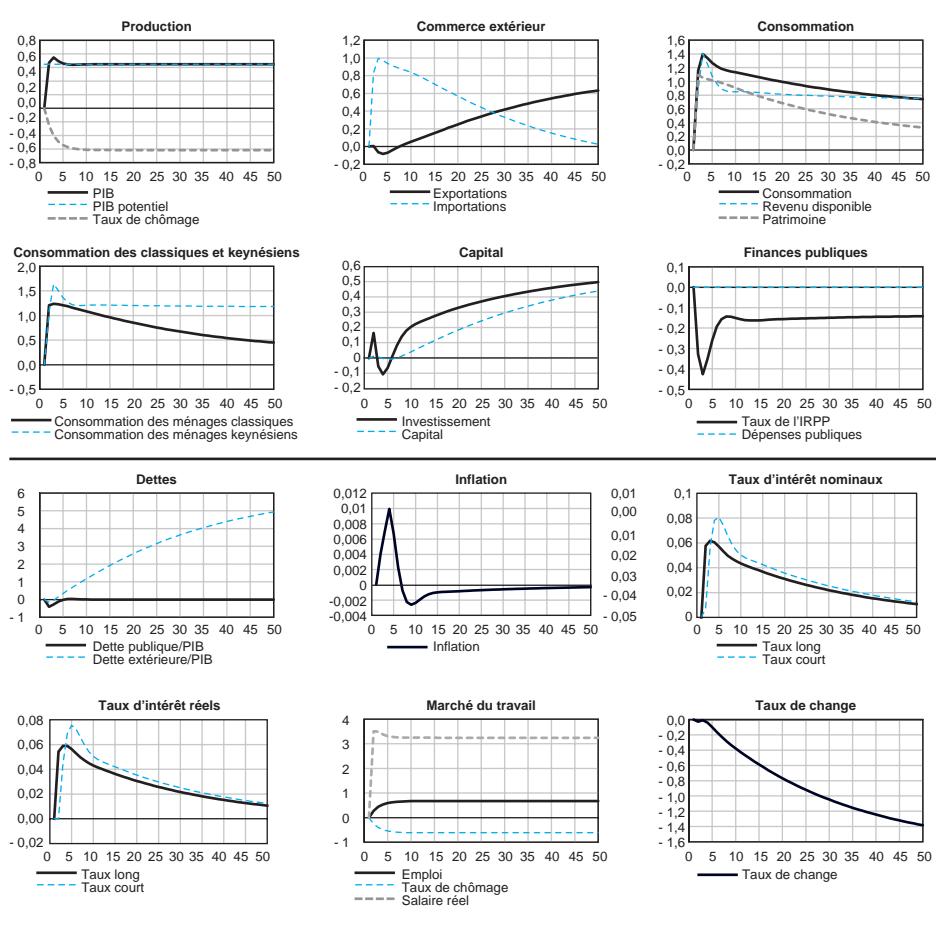


2.3. Impact d'une réduction du taux de cotisations sociales employeurs de trois points compensée par une cotisation sociale assise sur l'ensemble des revenus

À long terme, les comptes sociaux sont équilibrés dans MARCOS. Par conséquent, la diminution du taux de cotisations sociales employeurs, ici conventionnellement de trois points, est compensée par un nouveau prélèvement social, assimilable à une contribution sociale généralisée (CSG) à l'échelle européenne de 2 %.

Cette variante correspond à une modification de l'assiette des prélèvements sociaux (graphique 4). D'une assiette ne portant que sur le facteur travail, les prélèvements sociaux sont étendus à une assiette portant à la fois sur les revenus du travail et sur les revenus du capital. Le relèvement du taux de la CSG a une incidence négative sur le patrimoine financier des ménages (actions plus obligations détenues par les ménages). Toutefois, les entreprises n'étant détenues que par les ménages,

Graphique 4
Réduction des cotisations sociales employeurs compensée par l'introduction d'une cotisation sociale assise sur l'ensemble des revenus (assimilable à une CSG européenne)



et ceux-ci étant immobiles, ils ne peuvent répercuter cette augmentation des prélèvements que sur la composante obligataire de leur patrimoine financier. En pratique, le patrimoine total des ménages (actions, obligations et capital humain) progresse plus faiblement (les gains en matière de richesse humaine sont partiellement compensés par les pertes sur la richesse financière) de 0,2 % à long terme, les ménages cédant aux non-résidents une partie de leur portefeuille obligataire.

L'augmentation du taux de la CSG provoque également une distorsion fiscale au sein des ménages. L'ensemble des ménages bénéficie de la progression de leurs revenus salariaux. Toutefois, les ménages ne subissant pas de contrainte de liquidité enregistrent, du fait de leur détention de titres, un ralentissement de leurs revenus patrimoniaux après impôts. Ainsi, la consommation des ménages non contraints progresse moins que celle des ménages contraints. À long terme, la consommation totale augmente légèrement (0,6 %).

La hausse du taux de la CSG ne modifie pas non plus les choix des entreprises en matière de combinaison des facteurs de production capital et travail. De façon plus précise, ce choc n'induit pas de réduction du capital puisque le coût relatif entre le capital et le travail ne s'est pas modifié. À moyen et long termes, dans la mesure où les aspirations salariales sont orientées à la hausse en raison de la baisse du taux de chômage (0,5 point), la baisse du taux de cotisations sociales employeurs est quasiment compensée par une augmentation du salaire réel (de plus de 3 %). Ceci limite *ex post* les effets positifs sur l'emploi (0,5 %). Par conséquent, le coût réel du travail n'est presque pas modifié (encadré 4). Le coût du capital, pour sa part, demeurant inchangé, puisque la CSG n'est acquittée que par les ménages, l'intensité capitaliste n'est pas modifiée. *In fine*, cette modification n'induit pas de réduction du stock de capital comme l'aurait fait un choc induisant une augmentation de la fiscalité sur le capital.

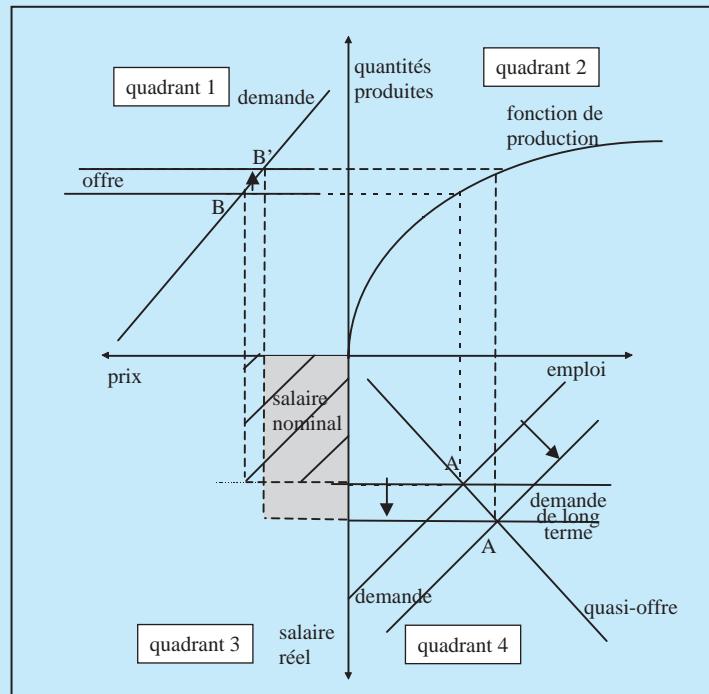
Les entreprises bénéficient d'un allégement des cotisations sociales employeurs de trois points qui provoque à long terme un accroissement de la production, de l'emploi et du capital de 0,5 % (encadré 4), maintenant inchangé la productivité du travail et du capital (leurs coûts réels respectifs étant constants). Toujours en raison du choc d'offre positif, les salaires et l'emploi augmentent, induisant une baisse du taux de chômage et un accroissement de la richesse humaine.

À court terme, la forte progression de la consommation des ménages cumulée à la hausse de l'investissement engendre un *output gap* positif. On observe donc, par le canal de la courbe de Phillips, une très faible augmentation de l'inflation.

Encadré 4

Les mécanismes induits par une réduction du taux de cotisations sociales employeurs compensée par une augmentation du taux de la CSG

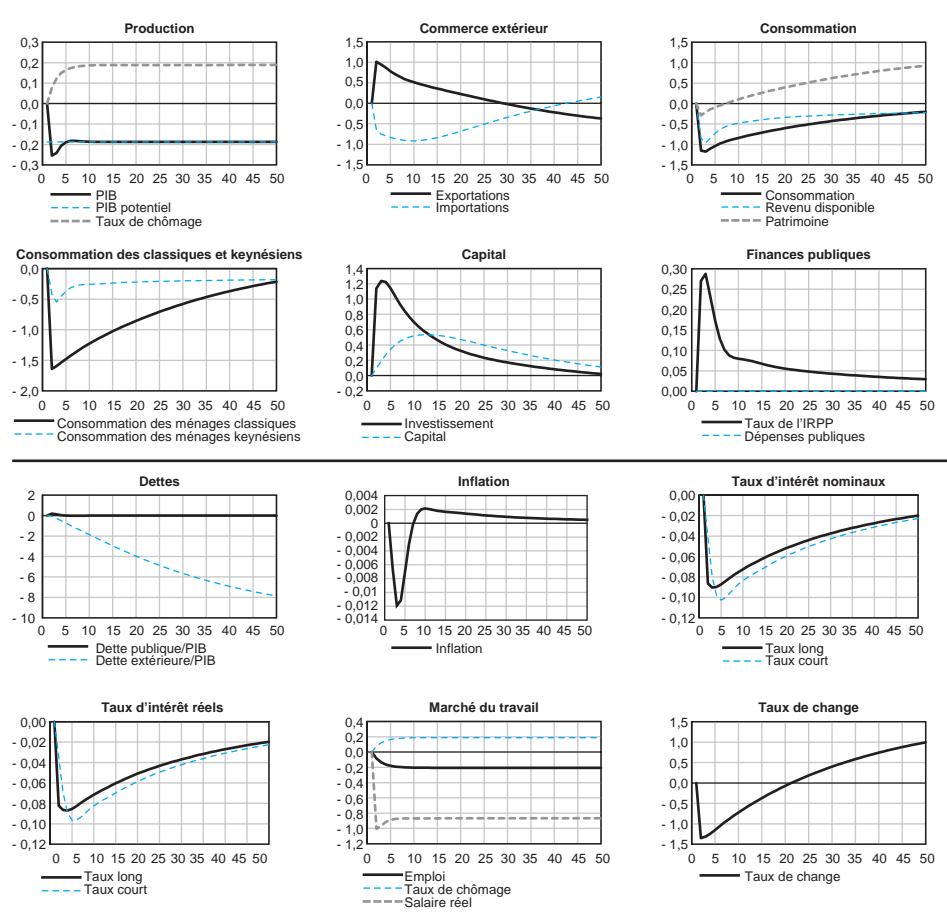
Pour maintenir l'équilibre des comptes sociaux en laissant inchangé le montant des indemnités chômage, la baisse du taux de cotisations employeurs nécessite un accroissement du taux de la CSG. La baisse du taux de cotisations employeurs a pour effet de déplacer les courbes de demande de travail de court et de long termes vers le bas dans le plan emploi-salaire réel (quadrant 4). En revanche, dans MARCOS, les objectifs des syndicats portant sur le pouvoir d'achat du salaire net (y compris de la CSG, les syndicats considèrent donc les prélèvements sociaux, qu'ils soient effectués par la CSG ou par les cotisations employeurs, comme des prélèvements), les modifications du taux de la CSG n'ont aucun effet ex ante sur la quasi-offre de travail. Le déplacement de la courbe de demande de travail a un double effet. D'une part, il induit une augmentation du salaire réel, maintenant le coût réel du travail inchangé (égal à la productivité marginale du travail). D'autre part, il entraîne une augmentation de l'emploi et par conséquent de la production (quadrant 2). À niveau de demande inchangé, cette augmentation de l'offre de biens provoque une réduction des prix (quadrant 1, passage de B à B').



2.4. Augmentation de l'espérance de vie d'une année sans modification du régime de retraite

Les prestations retraites étant indexées sur les salaires dans MARCOS, l'allongement de la durée de vie des ménages provoque mécaniquement une augmentation du montant total des prestations retraites (graphique 5). À long terme, afin de maintenir les comptes sociaux à l'équilibre, le taux de cotisations sociales employeurs est augmenté. Les conséquences de ce choc s'analysent donc comme celles d'un choc d'offre négatif : le coût du travail augmente *ex ante*. Cette augmentation du taux de cotisations sociales employeurs provoque *ex post* une réduction à quasi due concurrence du salaire réel, afin de maintenir le coût réel du travail inchangé (égal à la productivité du travail). Cette baisse du salaire réel induit de faibles effets sur l'emploi, le coût total du travail étant quasi inchangé, et une réduction marquée de la masse salariale. Par conséquent, la consommation des ménages actifs diminue (du fait de la baisse instantanée du revenu des ménages keynésiens et par la réduction de la richesse humaine pour les ménages classiques). En revanche, la consommation des ménages retraités augmente en raison de

Graphique 5
Augmentation de l'espérance de vie d'un an, en maintenant la durée moyenne d'activité



l'accroissement du nombre de retraités. L'effet agrégé sur la consommation est à court terme marqué (avec une réduction de plus de 1 % de la consommation), mais à long terme négligeable. À long terme, ces effets s'analysent comme un transfert intergénérationnel allant des actifs vers les retraités.

Les ménages retraités classiques enregistrent donc une augmentation de leurs équivalents patrimoniaux de droits à la retraite alors que leur espérance de vie s'accroît. La consommation des ménages classiques retraités augmente. Toutefois, l'accroissement de la population des retraités se fait progressivement alors que les ménages classiques actifs subissent immédiatement la réduction de leur richesse humaine. De ce fait, à court terme, la baisse de la consommation des ménages classiques actifs fait plus que compenser l'augmentation de la consommation des ménages retraités. Par conséquent, la consommation totale enregistre à brève échéance une réduction marquée. Cette baisse de la consommation induit une réduction des recettes de TVA et, pour maintenir le ratio dette publique sur PIB inchangé, le taux d'IRPP est augmenté. Cette hausse du taux d'IRPP vient alimenter la baisse de la consommation des ménages keynésiens. L'accroissement du nombre de retraités induit à moyen terme une augmentation de la consommation et le retour de sa valeur à l'état stationnaire initial.

MARCOS est un outil d'analyse d'un large éventail de chocs de politique économique. Les variantes précédentes ont permis de mettre notamment en évidence le rôle majeur joué par les négociations salariales, la structure détaillée de consommation des ménages, les rigidités nominales à court terme et les fonctions de réaction des autorités monétaires et budgétaires. Plusieurs enseignements peuvent être tirés des exercices de simulations menés ici.

Lors des évaluations des effets d'une réduction du taux de pression fiscale, les effets d'équivalence ricardienne sont notamment réduits par la présence simultanée de ménages n'accédant pas aux marchés financiers et ayant une espérance de vie finie. La dette publique est alors financée en quasi-totalité par le reste du monde.

Le choc de productivité a permis de mettre en évidence le rôle majeur de l'hypothèse de négociations salariales de type « droit à gérer l'emploi ». Ce choc se répercute presque intégralement sur les salaires mais laisse l'emploi inchangé. Par ailleurs, dans un contexte d'imparfaite mobilité du capital, une modification de l'assiette des cotisations sociales, en substituant une cotisation portant sur l'ensemble des revenus à une partie des cotisations sociales employeurs, améliore les salaires et, dans une moindre mesure, l'emploi.

L'allongement de l'espérance de vie des ménages fournit des indications sur les modes de financement du régime de retraite par répartition. Le financement s'effectue par un relèvement des taux de prélèvement obligatoire, ce qui a pour effets d'accroître *ex ante* le coût du travail et de réduire *ex post* les salaires réels nets. Cette variante s'analyse comme un choc d'offre négatif et illustre les phénomènes de transferts intergénérationnels entre actifs et retraités.

Par rapport aux modèles néo-keynésiens traditionnels, ces exercices de simulations ont mis en évidence les avantages de MARCOS qui, grâce à ses fondements microéconomiques, simule une dynamique de long terme cohérente. Cette propriété est particulièrement utile pour l'analyse de chocs, notamment ceux d'offre, qui ont des effets à long terme sur l'économie. De même, la séparation des ménages selon leur accès aux marchés financiers et leur statut d'actifs ou de retraités permet de mesurer des effets de composition au sein des ménages, en particulier à la suite d'une modification de la fiscalité ou du système de retraite. Toutefois, ce choix qui consiste à favoriser la théorie économique au détriment de la dynamique de court terme et à ne pas prendre en compte des phénomènes plus conjoncturels rend MARCOS peu adapté aux exercices de prévision. Ce parti pris en fait un outil complémentaire des modèles de l'« ancienne génération ».

Bibliographie

- Black (R.), Cassino (V.), Drew (A.), Hansen (E.), Hunt (B.), Rose (D.) et Scott (A.) (1997) : « The Forecasting and Policy System : The Core Model », Reserve Bank of New Zealand, *Research Paper*, n° 43.
- Black (R.), Laxton (D.), Rose (D.), et Tetlow (R.) (1994) : « SSQPM : The Structure, Calibration and Properties of the Steady State of QPM », Bank of Canada, *mimeo*.
- Blanchard (O.J.) (1985) : « Debt, Deficits, and Finite Horizons », *Journal of Political Economy*, n° 93, p. 223-47.
- Cadiou (L.), Dées (S.), Guichard (S.), Kadareja (A.), Laffargue (J.-P.), Rzepkowski (B.) (2001) : « MARMOTTE A Multinational Model by CEPII/CEPREMAP », CEPII, *Document de travail*, n° 15.
- Chauvin (V.), Dupont (G.), Heyer (E.), Plane (M.), Timbeau (X.) (2002) : « Le modèle France de l'OFCE », Revue de l'OFCE, avril.
- Coletti (D.), Hunt (B.), Rose (D.) et Tetlow (R.) (1996) : « The Dynamic Model QPM », Bank of Canada, *mimeo*.
- Faruqee (H.), Laxton (D.) et Symansky (S.) (1997) : « Government Debt, Life-Cycle Income and Liquidity Constraints : Beyond Approximate Ricardian Equivalence », IMF, *Staff Papers*, n° 44, p. 374-382.
- Gertler (M.) (1997) : « Government Debt and Social Security in a Life-Cycle Economy », NBER, *Working Paper*, n° 6000.
- Jacquinot (P.) et Mihoubi (F.) (2000) : « Modèle à anticipations rationnelles de la conjoncture simulée : MARCOS », Banque de France, *NER*, n° 78, <http://www.banque-france.fr/publi/telechar/ner78.htm>.
- Jacquinot (P.) et Mihoubi (F.) (2003a) : « MARCOS zone euro », Banque de France, *NER*, à paraître.
- Jacquinot (P.) et Mihoubi (F.) (2003b) : « MARCOS à plusieurs zones », Banque de France, *NER*, à paraître.
- Jacquinot (P.) et Mihoubi (F.) (2003c) : « The Optimality of the US and Euro Area Taylor Rule in MARCOS », Banque de France, *NER*, à paraître.
- Laffargue (J.-P.) (1995) : « A Dynamic Model of the French Economy, with Rational Expectations, Monopolistic Competition and Labour Market Bargaining », *Annales d'Économie et de Statistique*, 37/38.
- Laxton (D.), Isard (P.), Faruqee (H.), Prasad (E.) et Turtelboom (B.) (1998) : « MULTIMOD Mark III, The Core Dynamic and Steady-State Models », IMF, *Occasional Paper*, n° 164.
- Layard (R.), Nickell (S.) et Jackman (R.) (1991) : « *Unemployment* », University Press.
- Roeger (W.) et in't Velt (J.) (1997) : « QUEST II : A Multi Country Business Cycle and Growth Model », European Commission, *Economic Papers*, n° 123.

La situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2002

Cet article résume l'étude publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. description et bon de commande figurant à la fin du présent Bulletin), plus détaillée dans l'analyse des résultats et du financement, par secteurs d'activité.

Bernard BARDES
Eric BATAILLE
Dominique LEFILLIATRE
Frédérique SAVIGNAC
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Dans un contexte de faible progression de l'économie mondiale pour la seconde année consécutive, la croissance française a été faible et la production industrielle, a peu progressé en 2002, après avoir fortement ralenti en 2001. Les chefs d'entreprise se sont adaptés rapidement à cet environnement défavorable et ont limité sensiblement leur effort d'investissement, qui avait été auparavant l'un des moteurs de la croissance. La consommation des ménages a résisté ; elle a permis de conserver une petite hausse de l'activité industrielle. Le marché intérieur est cependant demeuré atone, sans possibilité de compensation par les exportations. Le taux d'exportation s'est établi à 32 %, en très léger repli.

La progression du chiffre d'affaires en valeur a été pratiquement nulle l'an dernier, alors qu'elle avait atteint 7,3 % en 2001. Les grandes entreprises ont mieux résisté, avec une hausse de 0,4 %, contre une diminution de 0,8 % pour les PME. Compte tenu de la baisse des prix à la production dans l'industrie, le chiffre d'affaires en volume a légèrement progressé (1 %, contre 6,5 % en 2001).

Les secteurs liés à la consommation des ménages ont mieux résisté. Le ralentissement par rapport à 2001 a été moins important dans les industries agroalimentaires, celles des biens de consommation et l'industrie automobile. En revanche, l'activité s'est contractée dans les industries de biens d'équipement et de biens intermédiaires.

La production a diminué de 0,4 %, en valeur, en 2002, alors qu'elle s'était accrue de 7,2 % en 2001. Toutefois, elle a légèrement progressé en volume (0,7 % en 2002, contre 6,3 % en 2001).

La valeur ajoutée s'est stabilisée en 2002, avec une hausse de 0,1 %, après 3,1 % en 2001. L'évolution a été plus favorable chez les PME (+ 0,5 %) que chez les grandes entreprises (- 0,1 %).

Les effectifs ont diminué dans l'industrie en 2002 (- 1 %), plus encore dans les PME (- 1,3 %) que dans les grandes sociétés (- 0,7 %), interrompant la tendance à l'accroissement des emplois observée depuis 1997.

L'effort d'investissement des entreprises a été moins important en 2002 (13,6 % de la valeur ajoutée produite) que l'année précédente (15,1 %). Ce repli du taux d'investissement a été général quels que soient la taille et le secteur. Les dépenses immatérielles ont également un peu diminué (- 0,5 %).

Le poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation a continué de s'alléger dans les deux tranches de taille d'entreprises, mais il est resté nettement plus fort pour les PME (69 jours de chiffre d'affaires en 2002) que dans les grandes entreprises (19,2 jours).

Les indicateurs de rentabilité d'exploitation ont poursuivi le mouvement de baisse amorcé en 2001. Le taux de marge brute d'exploitation s'est replié de 0,3 point pour s'établir à 7,1 %. Le résultat brut d'exploitation a représenté 28,9 % de la valeur ajoutée, soit une baisse de 1,1 point par rapport à 2001. L'évolution favorable des opérations hors exploitation a permis à la rentabilité brute globale de moins se dégrader que la rentabilité d'exploitation, en particulier dans les grandes entreprises.

Les secteurs liés à la consommation des ménages ont mieux résisté. Les industries de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont, en revanche, été fortement pénalisées.

La répartition du revenu global a été caractérisée par la diminution générale de la part de l'État et de celle des prêteurs. Les grandes entreprises de l'industrie ont privilégié le renforcement de l'autofinancement plutôt que la distribution de dividendes. Les industries de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont dû faire face à un alourdissement de la part du personnel malgré la baisse de leurs effectifs salariés.

À l'opposé de ce qui s'est passé en 2001, la contrainte de solvabilité s'est desserrée en 2002 quels que soient la taille et le secteur. Au niveau global, le poids des intérêts dans le résultat brut global a baissé de 1,7 point pour s'établir à 9,4 %. La capacité d'endettement s'est, elle aussi, améliorée.

Le ralentissement des investissements d'exploitation, la forte contraction des acquisitions de participations et de titres, la réduction des autres actifs immobilisés et la décroissance des besoins en fonds de roulement d'exploitation ont contribué à diviser par deux les flux d'emplois nets.

Ainsi, malgré des performances moindres, la maîtrise du crédit interentreprises et la diminution des charges d'intérêt et d'impôts notamment ont généré un flux de trésorerie interne en progression d'une année à l'autre.

Cette évolution et la réduction des besoins liés à l'investissement ont permis de dégager une capacité de financement surtout importante chez les grandes entreprises. Ces dernières, pour conforter leur désendettement, ont allégé leur détention de valeurs mobilières de placement, réduisant ainsi leurs liquidités.

Contrairement à l'année précédente, l'apport de capitaux externes a été négatif dans les grandes sociétés en 2002 en raison de moindres emprunts vis-à-vis du groupe et des associés, de la décroissance des obligations et des titres de créances négociables, ainsi que de l'allègement des concours de trésorerie. En revanche, les PME ont maintenu une demande de financement positive quoique de faible ampleur.

D'une façon générale les capitaux propres se sont renforcés et les concours bancaires courants ont été fortement réduits. Le taux d'endettement a très sensiblement diminué (- 6,7 points, pour revenir à 65,7 %). Cette tendance s'est vérifiée quels que soient le secteur et la taille des entreprises.

Les structures financières ont donc été assainies et devraient permettre aux firmes de l'industrie de mieux résister à une conjoncture difficile ou de pouvoir financer sans difficultés majeures un mouvement de reprise.

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° 2086 du 1^{er} septembre 2003 : indemnisation des agents détachés dans un organisme international

DR n° 2087 du 9 septembre 2003 : organisation de l'Inspection

DR n° 2088 du 9 septembre 2003 : application du *Code de déontologie financière*

Décision du Conseil général du 17 juillet 2003 relatif à la rémunération des conseillers consultatifs

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
– en juillet 2003

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en juillet 2003

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

Banque de France

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

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
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de liquidité bancaire	7	S8
Balance des paiements : compte de transactions courantes		
et compte de capital	8	S9
Balance des paiements : compte financier	9	S11
Placements et financements de l'économie nationale		
Méthodologie (tableaux 10 à 23)		S13
Bilan de la Banque de France	10	S14
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	11	S15
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	12	S16
Engagements monétaires des IFM	13	S17
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France	14	S17
Dépôts à vue	15	S18
Comptes sur livrets	16	S18
Dépôts à terme (DAT)	17	S19
Crédits des institutions financières monétaires	18	S20
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	19	S21
Crédits des établissements de crédit aux ménages	20	S21
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	21	S22
Endettement des administrations publiques sur les marchés	22	S22
Endettement intérieur total (EIT)	23	S23
Rémunération des dépôts	24	S25
Coût du crédit	25	S25
Taux des crédits et seuils de l'usure	26	S26
Émissions obligataires de l'État	27	S27
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en juillet 2003)	28	S28
Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises	29	S30
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	S31
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	S32
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	S33
Émissions de bons du Trésor	33	S34
Titres d'OPCVM	34	S35
Système de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	S36

NB : Depuis le Bulletin d'août 2003, le tableau statistique reprenant les situations hebdomadaires de la Banque de France n'est plus publié, conformément aux dispositions de l'article 76 de la loi 2003-706 du 01/08/2003 (JO du 02/08/2003)

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

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

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 4 septembre 2003
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

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

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

(a) Données en cours de révision

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 4 septembre 2003
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

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

(a) Données brutes

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

Réalisé le 4 septembre 2003
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

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

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation dans une même unité monétaire

		(indices base 100 = 1987)					
		Vis-à-vis de l'Union monétaire		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 42 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1998	Décembre	110,30	98,00	110,00	96,20	139,40	95,40
1999	Décembre	110,30	97,50	108,10	94,10	132,50	89,80
2000	Décembre	110,30	96,50	107,80	92,80	129,70	86,70
2001	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	132,10	87,50
2002	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,50	90,80
2001	Août	110,30	95,90	108,30	92,80	132,10	87,70
	Septembre	110,30	95,90	108,30	92,80	132,50	88,00
	Octobre	110,30	96,10	108,30	93,00	132,70	88,20
	Novembre	110,30	95,90	108,20	92,60	131,70	87,30
	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	132,10	87,50
2002	Janvier	110,30	95,80	108,10	92,60	132,10	87,70
	Février	110,30	95,60	107,90	92,30	131,60	87,20
	Mars	110,30	95,70	108,00	92,40	131,80	87,40
	Avril	110,30	95,80	108,00	92,40	132,10	87,50
	Mai	110,30	95,70	108,30	92,60	133,30	88,30
	Juin	110,30	95,70	108,70	93,00	135,00	89,40
	Juillet	110,30	95,70	108,60	92,90	136,10	90,10
	Août	110,30	95,80	108,50	92,90	135,80	89,90
	Septembre	110,30	95,80	108,40	92,70	136,00	90,00
	Octobre	110,30	95,80	108,30	92,70	136,30	90,20
	Novembre	110,30	95,90	108,50	92,90	136,80	90,50
	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	137,50	90,80
2003	Janvier	110,30	95,70	109,00	93,20	139,10	91,90
	Février	110,30	95,90	109,20	93,60	139,90	92,70
	Mars	110,30	96,10	109,60	94,00	140,40	93,00
	Avril	110,30	95,80	109,70	93,80	140,60	92,90
	Mai	110,30	95,80	110,20	94,20	142,90	94,40
	Juin	110,30	95,90	109,90	94,10	143,10	94,60
	Juillet	110,30	95,80	109,90	94,00	142,10	93,90
	Août	110,30	95,80	109,90	93,90	141,40	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, Bloomberg, BRI, FMI, INSEE, OCDE – Calculs Banque de France

Réalisé le 29 août 2003
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Mars 2003		Avril 2003		Mai 2003		Juin 2003		Juillet 2003		Août 2003	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.						
Euro												
Au jour le jour	2,675	2,724	2,640	2,559	2,700	2,563	2,450	2,222	2,115	2,078	2,140	2,066
À 1 mois	2,555	2,577	2,550	2,555	2,365	2,499	2,120	2,158	2,100	2,108	2,130	2,103
À 3 mois	2,540	2,512	2,525	2,500	2,255	2,381	2,110	2,130	2,100	2,108	2,110	2,114
À 6 mois	2,400	2,429	2,440	2,445	2,175	2,291	2,050	2,058	2,090	2,074	2,165	2,149
À 1 an	2,350	2,394	2,410	2,432	2,125	2,232	2,030	1,989	2,090	2,061	2,260	2,263
Dollar												
Au jour le jour	1,300	1,263	1,310	1,282	1,320	1,281	1,250	1,239	1,030	1,034	1,120	1,026
À 1 mois	1,260	1,246	1,260	1,264	1,270	1,268	1,080	1,087	1,050	1,058	1,070	1,056
À 3 mois	1,200	1,217	1,240	1,241	1,210	1,219	1,070	1,042	1,060	1,054	1,090	1,073
À 6 mois	1,160	1,191	1,220	1,217	1,150	1,171	1,060	1,013	1,090	1,060	1,130	1,126
À 1 an	1,200	1,262	1,290	1,296	1,140	1,188	1,130	1,034	1,210	1,139	1,350	1,339
Livre sterling												
Au jour le jour	3,835	3,780	3,525	3,587	4,070	3,669	3,350	3,547	3,700	3,328	3,460	3,434
À 1 mois	3,610	3,637	3,555	3,615	3,570	3,608	3,695	3,617	3,390	3,439	3,530	3,430
À 3 mois	3,580	3,592	3,555	3,606	3,555	3,592	3,575	3,588	3,385	3,434	3,575	3,463
À 6 mois	3,530	3,543	3,505	3,535	3,470	3,538	3,535	3,522	3,405	3,411	3,685	3,560
À 1 an	3,495	3,512	3,505	3,544	3,455	3,514	3,525	3,457	3,520	3,435	3,940	3,799
Yen												
Au jour le jour	0,105	- 0,016	- 0,025	- 0,020	- 0,050	- 0,076	- 0,020	- 0,018	0,010	- 0,036	- 0,030	- 0,019
À 1 mois	- 0,015	- 0,004	- 0,015	- 0,008	- 0,030	- 0,022	- 0,020	- 0,016	- 0,010	- 0,034	0,045	- 0,010
À 3 mois	- 0,015	0,011	0,015	0,025	0,010	0,012	- 0,025	0,006	0,060	- 0,021	0,045	- 0,044
À 6 mois	0,015	0,028	0,015	0,039	0,045	0,028	0,070	0,025	- 0,030	- 0,019	0,045	- 0,014
À 1 an	0,090	0,094	0,080	0,108	0,120	0,108	0,070	0,098	0,030	0,042	0,060	0,044
Franc suisse												
Au jour le jour	0,060	0,100	0,045	0,037	0,025	0,033	- 0,025	0,036	0,015	0,026	0,020	0,016
À 1 mois	0,240	0,312	0,230	0,224	0,200	0,207	0,210	0,208	0,200	0,209	0,180	0,188
À 3 mois	0,260	0,313	0,250	0,249	0,220	0,225	0,240	0,217	0,230	0,224	0,210	0,213
À 6 mois	0,270	0,332	0,300	0,291	0,240	0,255	0,270	0,243	0,280	0,266	0,240	0,266
À 1 an	0,410	0,423	0,450	0,447	0,330	0,358	0,370	0,321	0,420	0,370	0,430	0,464

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2003
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Septembre 2002	Octobre 2002	Novembre 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	Février 2003
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	8,60	5,54	6,95	1,46	0,52	1,58
Comptes sur livret	9,29	8,81	8,97	9,08	9,10	9,88
Titres d'OPCVM monétaires	9,49	6,98	8,05	8,30	7,95	6,86
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	4,87	3,83	3,53	4,03	3,04	3,48
Endettement intérieur total	4,22	5,04	4,76	5,71	5,66	6,03
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,31	3,26	3,12	2,94	2,83	2,69
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,46	4,55	4,53	4,38	4,22	4,01
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
Cours de change (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	0,98	0,98	1,00	1,02	1,06	1,08
EUR/JPY	118,38	121,57	121,65	124,20	126,12	128,60
EUR/GBP	0,63	0,63	0,64	0,64	0,66	0,67
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,19	0,19	0,00	0,19	0,19	0,65
Variation depuis le début de l'année	1,92	2,11	2,11	2,30	0,19	0,84
Glissement sur 12 mois	1,82	1,91	2,21	2,30	2,00	2,57
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,17	- 0,86	0,87	- 1,11	0,95	0,69
Glissement sur 12 mois	- 1,10	- 0,69	0,69	- 0,52	0,43	1,38
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	0,03	- 0,12	0,58	0,77	0,74	0,83
Glissement sur 12 mois	6,68	5,44	4,73	4,81	5,34	5,73
Taux de chômage (définition BIT)	9,10	9,10	9,20	9,30	9,30	9,40
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,86	26,53	26,96	25,83	26,47	26,22
Exportations FAB (NES 1999)	27,32	27,16	27,18	26,79	26,90	26,60
Solde mensuel	0,46	0,63	0,21	0,97	0,43	0,38
Solde cumulé depuis le début de l'année	6,61	7,24	7,45	8,41	0,43	0,81
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 872	- 1 429	3 613	5 087	4 532	1 057
Cumul depuis le début de l'année	20 185	18 756	22 369	27 456	4 532	5 589

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

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 4 septembre 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Mars 2003	Avril 2003	Mai 2003	Juin 2003	Juillet 2003	Août 2003
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	1,95	1,72	4,97	3,31		
Comptes sur livret	10,89	11,47	11,70	12,25		
Titres d'OPCVM monétaires	8,63	7,85	9,60	11,38		
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,18	2,60	2,65	2,61		
Endettement intérieur total	6,56	6,34	6,98	6,86		
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,53	2,53	2,40	2,15	2,13	2,14
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,10	4,22	3,89	3,69	4,01	4,16
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,25
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	1,08	1,08	1,16	1,17	1,14	1,11
EUR/JPY	128,16	130,12	135,83	138,05	134,99	132,38
EUR/GBP	0,68	0,69	0,71	0,70	0,70	0,70
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,46	- 0,19	- 0,09	0,19	- 0,09	
Variation depuis le début de l'année	1,31	1,12	1,03	1,22	1,12	
Glissement sur 12 mois	2,56	1,98	1,79	1,98	1,89	
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,51	- 0,51	- 1,29	1,22		
Glissement sur 12 mois	0,00	- 0,85	- 2,30	- 0,86		
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	1,05	0,12	0,01	1,42	- 0,21	
Glissement sur 12 mois	5,82	5,68	5,63	6,28	5,51	
Taux de chômage définition BIT	9,40	9,50	9,50	9,50	9,60	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,35	26,21	24,54	25,44		
Exportations FAB (NES 1999)	26,52	26,43	24,92	25,35		
Solde mensuel	0,17	0,22	0,38	- 0,09		
Solde cumulé depuis le début de l'année	0,98	1,20	1,58	1,49		
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 956	- 3 864	1 621	2 517		
Cumul depuis le début de l'année	7 545	3 681	5 302	7 819		

(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 2002	Juin 2002	Septembre 2002	Décembre 2002	Mars 2003	Juin 2003
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
Variation en volume	0,6	0,6	0,3	- 0,1	0,2	- 0,3
Taux de salaire horaire						
Variation	1,4	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 4 septembre 2003
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Réserves obligatoires
Assiettes

Assiette de réserves : Base arrêtée fin du mois de :	Assiette	Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %				(en milliards d'euros, données en fin de période)	
		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	Zone euro	dont : France
		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		11 214,2	1 862,5	6 092,6	978,7	434,0	164,0	1 396,4	99,2	3 291,2	620,6
Mars		11 229,9	1 834,9	6 117,2	982,1	427,4	158,3	1 404,1	101,7	3 278,2	592,8
Avril		11 312,6	1 875,9	6 154,9	1 005,0	431,4	168,7	1 406,9	104,0	3 319,4	598,9
Mai		11 340,5	1 897,2	6 182,9	1 004,6	423,1	167,4	1 401,2	98,5	3 333,2	626,6
Juin (p)		11 369,3	1 886,1	6 216,1	1 002,7	412,3	163,7	1 421,5	106,6	3 319,4	613,1

(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

Période de constitution prenant fin le :	(montants en milliards d'euros, taux en %)								
	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
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	130,0	22,8	130,5	22,9	0,5	0,1	0,0	0,0	2,53
23 mai	130,3	22,8	130,8	22,9	0,5	0,1	0,0	0,0	2,54
23 juin	131,2	23,4	131,7	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,34
23 juillet	131,6	23,4	132,0	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,09
23 août (p)	132,0	23,3		23,4		0,1		0,0	2,06

Facteurs de liquidité bancaire

(encours)

Période de constitution prenant fin le :	(en moyenne et en milliards d'euros)							
	Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total	Concours (net)	Avoirs	
					(a)	(E)	(F)	
Zone euro								
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	347,8	352,5	59,1	40,6	- 95,0	224,6	129,6	
23 avril	358,5	337,4	52,1	20,5	- 93,7	224,3	130,6	
23 mai	366,2	333,1	42,6	15,5	- 91,2	222,8	130,9	
23 juin	373,2	331,3	52,6	13,2	- 107,7	240,6	131,9	
23 juillet (p)	382,7	320,4	52,4	2,9	- 117,6	249,8	132,2	
Dont : France								
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
	23 mai	69,8	56,0	0,2	- 27,4	+ 13,5	9,5	23,0
	23 juin	71,2	56,1	0,2	- 25,9	+ 10,6	13,0	23,6
	23 juillet	72,9	55,0	0,2	- 32,4	+ 14,3	9,2	23,5
	23 août	74,8	54,6	0,2	- 33,7	+ 13,3	10,2	23,5

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

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

(p) Chiffre provisoire

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2003

DOM – Service de la Mise en œuvre de la politique monétaire – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 8

Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital

Compte de transactions courantes : données brutes

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)
	(en millions d'euros)							
Compte de transactions courantes	25 702	27 456	- 3 864	1 621	2 517	36	15 804	7 855
Biens	3 947	10 137	522	- 56	649	1 554	6 070	2 386
Recettes	328 501	323 460	27 280	24 590	26 915	27 206	192 880	185 373
Dépenses	324 554	313 323	26 758	24 646	26 266	25 652	186 810	182 987
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 680</i>	<i>10 094</i>	<i>572</i>	<i>- 10</i>	<i>707</i>	<i>1 565</i>	<i>5 931</i>	<i>2 609</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	3 388	9 758	767	85	892	1 810	5 712	3 552
Total des corrections	292	336	- 195	- 95	- 185	- 245	219	- 943
Services	19 922	18 715	1 185	1 410	1 965	1 566	11 316	9 680
Recettes	89 580	91 225	7 125	7 130	7 548	8 227	52 961	51 267
Dépenses	69 658	72 510	5 940	5 720	5 583	6 661	41 645	41 587
<i>Voyages</i>	<i>13 624</i>	<i>13 610</i>	<i>1 120</i>	<i>1 320</i>	<i>1 762</i>	<i>1 900</i>	<i>8 370</i>	<i>8 616</i>
Recettes	33 679	34 190	2 900	2 970	3 450	3 800	19 790	20 238
Dépenses	20 055	20 580	1 780	1 650	1 688	1 900	11 420	11 622
Total « Biens et services »	23 869	28 852	1 707	1 354	2 614	3 120	17 386	12 066
Revenus	18 387	13 604	- 3 519	1 937	2 116	- 864	5 604	3 682
Rémunération des salariés	8 190	8 803	771	760	764	784	5 113	5 296
Revenus des investissements	10 197	4 801	- 4 290	1 177	1 352	- 1 648	491	- 1 614
dont : Directs	15 851	14 747	691	2 016	1 795	595	9 475	7 236
De portefeuille	- 3 994	- 7 875	- 4 932	- 1 388	- 340	- 2 186	- 7 304	- 9 057
Autres	- 1 660	- 2 071	- 49	549	- 103	- 57	- 1 680	207
Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 2 052	- 1 670	- 2 213	- 2 220	- 7 186	- 7 893

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2003

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

Tableau 8 (suite)

Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital (suite)

Compte de capital : données brutes

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)
Compte de capital	- 330	- 172	31	- 804	153	- 43	96	- 7 997
Transferts en capital	- 183	- 61	33	- 804	153	- 43	147	- 7 985
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	- 2	0	0	0	- 51	- 12

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)
Compte de transactions courantes	24 628	28 299	- 124	3 623	1 326	1 214	16 737	11 139
Biens	3 222	9 346	45	493	46	390	5 541	1 619
Marchandises générales	3 795	8 966	378	105	740	887	5 116	2 515
Services	20 304	18 401	1 201	1 233	1 439	1 194	11 158	9 954
dont : Voyages	13 592	13 623	1 114	1 256	1 202	1 029	7 799	8 240
Revenus	17 514	13 444	- 109	2 380	547	1 043	7 284	5 952

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9
Balance des paiements : compte financier

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)
<i>(en millions d'euros)</i>								
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 42 224	- 11 732	- 3 069	- 1 566	804	2 563	- 4 786	- 9 913
Français à l'étranger	- 103 899	- 66 459	- 5 911	- 4 173	- 2 654	- 3 823	- 35 023	- 33 461
Capital social	- 60 873	- 29 253	- 1 122	- 303	- 1 206	- 777	- 17 887	- 7 061
Bénéfices réinvestis	- 7 380	- 7 404	- 617	- 617	- 617	- 332	- 4 319	- 4 034
Autres opérations	- 35 646	- 29 802	- 4 172	- 3 253	- 831	- 2 714	- 12 817	- 22 366
Étrangers en France	61 675	54 727	2 842	2 607	3 458	6 386	30 237	23 548
Capital social	23 086	31 758	1 010	1 667	1 080	1 888	17 053	8 138
Bénéfices réinvestis	2 436	2 652	221	221	221	10	1 547	1 336
Autres opérations	36 153	20 317	1 611	719	2 157	4 488	11 637	14 074
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	24 004	- 19 447	- 7 751	- 1 599	13 190	- 15 091	- 35 578	- 29 729
Avoirs – Titres étrangers	- 95 017	- 84 839	- 20 611	- 21 742	- 7 228	- 16 064	- 73 049	- 119 380
Actions et titres d'OPCVM	- 21 252	- 18 543	- 6 069	3 156	- 2 963	- 5 600	- 12 224	- 19 631
Obligations et assimilés	- 62 631	- 59 982	- 9 301	- 16 529	920	- 13 613	- 51 819	- 60 510
Instruments du marché monétaire	- 11 134	- 6 314	- 5 241	- 8 369	- 5 185	3 149	- 9 006	- 39 239
Engagements – Titres français	119 021	65 392	12 860	20 143	20 418	973	37 471	89 651
Actions et titres d'OPCVM	15 211	- 4 809	2 807	- 561	4 829	839	- 2 430	9 038
Obligations et assimilés	95 647	66 764	5 667	19 201	15 384	- 448	38 772	76 036
dont : OAT	21 284	19 567	- 1 606	6 727	2 730	1 930	15 001	20 535
BTAN	9 937	3 230	946	1 821	4 374	- 7 489	- 2 628	3 388
Instruments du marché monétaire	8 163	3 437	4 386	1 503	205	582	1 129	4 577
dont : BTF	4 891	6 509	1 342	981	1 100	581	2 534	5 951
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	36 112	29 306	682	9 529	8 204	- 4 978	14 907	29 874
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	2 784	5 531	- 253	1 181	- 2 765	- 3 409	1 708	- 4 934
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 23 427	- 8 851	13 198	6 780	- 18 548	8 998	31 255	21 903
Avoirs	- 65 463	- 34 370	- 30 127	- 13 889	35 177	- 3 613	21 683	- 22 290
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 975	- 122	47	229	262	53	803
Prêts	- 66 176	- 33 366	- 29 981	- 13 936	34 948	- 3 872	21 654	- 23 066
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	1 227	4 320	- 8 578	2 054	13 883	8 935
Administrations publiques	171	1 008	7 039	- 3 009	2 082	112	629	- 15
Institutions financières monétaires (c)	- 51 478	- 32 689	- 29 883	- 17 529	26 436	- 11 134	11 081	- 32 598
Autres secteurs (d)	- 567	2 642	- 8 364	2 282	15 008	5 096	- 3 939	612
Autres avoirs	- 31	- 29	- 24	0	0	- 3	- 24	- 27
Engagements	42 036	25 519	43 325	20 669	- 53 725	12 611	9 572	44 193
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 2 078	- 96	- 114	- 271	- 168	- 2 524	- 658
Prêts	42 836	27 597	43 421	20 783	- 53 454	12 779	12 096	44 851
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	226	970	123	- 510	528	519
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	1 305	- 1 291	226	970	123	- 510	528	519
Administrations publiques	1 577	165	472	602	629	- 125	- 622	- 1 059
Institutions financières monétaires (c)	45 984	29 570	38 258	19 929	- 44 578	17 174	6 579	49 298
Autres secteurs (d)	- 6 030	- 847	4 465	- 718	- 9 628	- 3 760	5 611	- 3 907

(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 18 septembre 2003

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

Tableau 9 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)	(en millions d'euros)
Avoirs de réserve	5 763	4 201	- 281	- 494	- 853	669	2 030	- 94	
Or	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 1	- 14	- 1	- 1	- 44	- 36	
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	- 214	12	- 285	- 6	- 780	- 410	
Devises étrangères	7 016	4 895	- 66	- 492	- 567	676	2 854	352	
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0	
Compte financier	- 33 100	- 30 298	1 844	4 302	- 8 172	- 6 270	- 5 371	- 22 767	

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 18 septembre 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)	Avril 2003 (b)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (b)	7 mois 2002 (a)	7 mois 2003 (b)	(en millions d'euros)
Total	- 5 494	- 3 119	8 375	2 400	- 18 142	6 040	17 660	16 700	
Avoirs	- 51 478	- 32 689	- 29 883	- 17 529	26 436	- 11 134	11 081	- 32 598	
Long terme	- 9 349	- 11 958	- 1 411	- 1 979	- 255	- 3 459	- 1 849	- 16 729	
Euros	- 5 830	- 9 598	- 1 612	- 1 198	- 221	- 2 166	- 2 010	- 12 601	
Devises	- 3 519	- 2 360	201	- 781	- 34	- 1 293	161	- 4 128	
Court terme	- 42 129	- 20 731	- 28 472	- 15 550	26 691	- 7 675	12 930	- 15 869	
Euros	- 35 846	- 33 626	- 19 929	- 5 565	12 024	- 3 707	- 13 563	- 13 422	
Devises	- 6 283	12 895	- 8 543	- 9 985	14 667	- 3 968	26 493	- 2 447	
Engagements	45 984	29 570	38 258	19 929	- 44 578	17 174	6 579	49 298	
Long terme	1 811	23 725	2 710	- 3 052	10 643	- 98	10 269	19 103	
Euros	4 991	14 690	937	- 3 346	6 451	- 1 124	6 437	5 771	
Devises	- 3 180	9 035	1 773	294	4 192	1 026	3 832	13 332	
Court terme	44 173	5 845	35 548	22 981	- 55 221	17 272	- 3 690	30 195	
Euros	22 474	29 323	17 409	22 040	- 41 838	19 377	35 675	32 957	
Devises	21 699	- 23 478	18 139	941	- 13 383	- 2 105	- 39 365	- 2 762	

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2003
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Méthodologie (tableaux 10 à 23)

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 10
Bilan de la Banque de France

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juillet 2003
ACTIF						
Territoire national	52,9	33,4	20,4	20,5	19,7	19,2
Crédits	50,6	30,7	17,7	17,8	17,0	14,2
IFM	48,4	29,0	16,4	16,5	16,1	13,4
Administration centrale	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	5,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	5,0
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	17,6	14,3	29,2	16,0	33,8	25,3
Reste du monde	34,3	34,5	29,7	23,9	21,5	18,8
Avoirs en or	28,2	28,5	30,6	30,0	31,8	30,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	20,7	18,2	19,1	43,6	47,7	51,0
TOTAL	153,5	128,9	129,1	134,1	154,6	144,9

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juillet 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	27,0	30,9	32,8	22,1	36,2	26,5
IFM	24,4	28,1	29,5	21,1	34,6	25,7
Administration centrale	1,1	2,0	2,5	0,2	0,8	0,1
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	7,6	1,1	3,7	3,7	1,8	2,6
Non ventilés par zones géographiques	91,9	97,0	92,6	108,2	116,6	115,8
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,3	49,2	34,6	64,1	74,2	76,1
<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	38,7	38,4	34,9
Autres	8,4	9,6	15,6	5,4	4,0	4,8
TOTAL	153,5	128,9	129,1	134,1	154,6	144,9

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

Source : Banque de France

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

Tableau 11

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

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juillet 2003
ACTIF						
Territoire national	2 491,0	2 560,6	2 753,7	2 876,9	2 877,1	3 002,4
Crédits	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 207,8	2 210,9	2 262,6
IFM	853,9	837,2	906,3	953,3	953,7	975,9
APU	119,9	120,8	118,3	115,6	126,8	126,3
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 139,0	1 130,5	1 160,4
<i>Titres autres que des actions</i>	406,2	368,9	407,0	424,3	416,4	444,9
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,6	116,0	116,2	137,4
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	54,9	52,1	48,6
APU	192,5	147,2	151,3	156,6	152,4	158,1
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	96,9	95,7	100,8
Titres d'OPCVM monétaires	12,0	22,1	35,5	55,7	58,4	64,8
<i>Actions et autres participations</i>	157,2	166,3	183,5	189,1	191,4	230,2
Autres États de la zone euro	314,3	313,5	349,4	404,2	408,6	468,5
Reste du monde	425,9	467,9	507,0	480,7	513,3	536,6
Non ventilés par zones géographiques	372,4	394,6	440,2	381,1	364,6	329,5
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 142,9	4 163,7	4 337,1

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juillet 2003
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 769,5	1 754,8	1 838,8	1 889,3	1 922,9	2 040,4
IFM	884,5	847,4	868,0	926,8	927,0	966,0
<i>Administration centrale</i>	9,8	5,6	4,4	5,5	11,7	24,7
<i>Autres secteurs</i>	875,2	901,7	966,4	957,0	984,2	1 049,7
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	280,9	290,9	321,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	62,7	60,4	53,7
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	273,9	284,1	291,1
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	306,7	321,0	344,9
Pensions	20,9	26,5	30,7	32,9	27,7	38,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	172,2	161,4	173,7	196,6	195,4	216,9
IFM	150,2	139,0	149,4	169,3	170,8	183,0
<i>Autres secteurs</i>	22,0	22,4	24,2	27,2	24,5	33,9
Dépôts – Reste du monde	328,3	410,5	450,3	413,3	437,3	452,3
Non ventilés par zones géographiques	1 333,5	1 410,0	1 587,7	1 643,7	1 608,1	1 627,6
<i>Titres de créances émis</i> ≤ 2 ans	156,6	163,8	197,1	214,2	206,5	226,5
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	366,3	354,9	368,6
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	181,7	213,3	258,6	302,1	303,8	335,6
<i>Capital et réserves</i>	245,0	249,3	270,5	274,7	284,1	291,2
Autres	428,0	445,1	504,5	486,4	458,8	405,7
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 142,9	4 163,7	4 337,1

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 115), les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, « au passif », des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France

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

Tableau 12

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 (a)	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 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	75,5	0,0	0,0	75,5	16,4
Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
2003 Janvier	81,3	0,0	0,0	81,3	13,2
Février	82,4	0,0	0,0	82,4	14,3
Mars	82,0	0,0	0,0	82,0	12,1
Avril	81,3	0,0	0,0	81,3	10,6
Mai	80,6	0,0	0,0	80,6	9,2
Juin	67,4	0,0	0,0	67,4	8,8
Juillet	33,6	0,0	0,0	33,6	11,5

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

NB : Depuis juin 2003 (Bulletin n° 114), les dépôts à vue du Fonds de réserve retraite sont reclasés dans le secteur des administrations centrales et ne sont donc plus repris dans le présent tableau. Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 115), les comptes chèques postaux ne sont plus recensés dans la colonne « Dépôts à vue » en raison de l'arrêt de la centralisation des fonds CCP au Trésor public. Les encours correspondants sont désormais intégrés au bilan des institutions financières monétaires (cf. note du Tableau 11).

Source : Banque de France

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

Tableau 13
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	4,2	6,5	4,6	7,6
2001	Décembre	12,8	11,0	9,5	9,4	10,7	9,8
2002	Juillet	10,4	4,3	7,7	5,1	8,0	4,2
	Août	10,5	6,8	7,5	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	8,6	6,8	6,5	6,4	6,8	4,6
	Décembre	5,8	1,3	4,6	3,9	5,2	3,5
2003	Janvier	5,7	0,2	4,9	3,7	5,9	3,6
	Février	6,0	2,0	5,4	4,6	6,4	3,7
	Mars	8,2	2,5	6,1	5,3	6,4	4,0
	Avril	7,4	1,8	6,3	4,8	7,2	5,5
	Mai	8,7	4,9	7,1	6,7	7,4	5,4
	Juin	8,5	3,2	6,8	5,9	7,1	4,5
	Juillet	8,8	5,1	7,0	6,7	7,3	5,6

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

Tableau 14
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	3,8	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	Juillet	7,3	3,2	6,4	4,4	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	8,4	7,0	7,1	7,2	5,1	4,4	3,6
	Décembre	9,8	5,1	6,5	5,8	6,8	4,9	4,7	4,3
2003	Janvier	9,1	3,7	6,5	5,3	7,2	4,7	4,9	3,6
	Février	10,0	6,1	7,3	6,6	7,9	5,1	5,1	4,1
	Mars	11,6	6,4	7,8	7,2	7,9	5,4	4,7	3,5
	Avril	10,9	6,2	8,0	6,8	8,6	7,0	4,7	2,8
	Mai	11,8	8,5	8,7	8,5	8,7	6,7	4,6	2,8
	Juin	11,3	6,7	8,3	7,5	8,3	5,8	4,5	2,9
	Juillet	11,6	8,4	8,5	8,3	8,5	6,8	4,9	3,4

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

Tableau 15
Dépôts à vue

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
							Encours	Total	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	162,0	95,2	38,4	295,6	13,3	308,9	9,3	
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9	
2001	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1	
2002	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	357,4	7,0	
	Décembre	187,1	116,5	54,4	358,0	14,4	374,0	1,5	
2003	Janvier	181,7	103,7	55,5	340,9	15,6	356,5	0,5	
	Février	177,2	102,0	56,1	335,2	16,2	351,5	1,6	
	Mars	179,8	104,2	55,4	339,4	15,4	354,7	1,9	
	Avril	186,2	104,1	55,0	345,3	14,6	359,9	1,7	
	Mai	183,1	106,4	55,5	345,0	17,9	362,8	4,9	
	Juin	189,0	108,7	39,6	337,3	17,9	355,2	3,3	
	Juillet	198,7	105,5	37,6	341,9	13,6	355,5	5,3	

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

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement les sociétés d'assurance et fonds de pension, les OPCVM non monétaires, les entreprises d'investissement et les fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 16
Comptes sur livret

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
									Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,1
2000	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
2001	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
2002	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	41,2	49,9	5,5	65,9	321,0	9,1
2003	Janvier	112,9	15,1	34,0	42,2	50,3	5,4	69,1	329,1	9,1
	Février	113,0	15,1	34,1	42,4	50,5	5,4	70,9	331,5	9,9
	Mars	113,2	15,2	34,3	42,6	50,7	5,4	73,8	335,1	10,9
	Avril	114,0	15,3	34,7	43,0	50,8	5,4	76,4	339,5	11,5
	Mai	113,8	15,2	34,7	42,9	50,8	5,4	77,2	340,0	11,7
	Juin	113,9	15,3	34,8	42,9	50,7	5,4	78,1	341,1	12,3
	Juillet	113,8	15,4	35,2	43,1	51,0	5,4	80,9	344,9	12,5

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17
Dépôts à terme
 ≤ 2 ans

	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
						Encours	Total Taux de croissance annuel
1999 Décembre	14,4	18,7	0,4	33,5	6,8	40,2	2,0
2000 Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
2001 Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002 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	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003 Janvier	28,6	23,8	0,3	52,7	5,7	58,4	- 3,1
Février	27,1	23,8	0,5	51,4	5,9	57,3	- 7,8
Mars	25,8	26,0	0,6	52,3	5,9	58,3	- 9,0
Avril	24,9	25,3	0,6	50,7	4,5	55,2	- 19,9
Mai	24,1	25,0	0,6	49,7	5,1	54,7	- 15,7
Juin	22,9	25,2	1,1	49,2	4,6	53,8	- 10,0
Juillet	22,4	25,0	0,5	48,0	5,0	53,7	- 13,6

> 2 ans

	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)								
	PEL	PEP	Autres	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Encours	Total Taux de croissance annuel
1999 Décembre	188,7	73,1	27,3	3,9	0,1	293,0	5,4	298,4	1,8
2000 Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
2001 Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
2002 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	205,7	48,2	20,8	2,4	0,2	277,3	6,9	284,1	2,4
2003 Janvier	207,6	48,1	16,9	5,2	0,1	277,8	8,8	288,1	1,8
Février	207,9	47,7	17,0	5,1	0,1	277,8	9,7	288,9	2,8
Mars	208,1	47,4	16,6	6,0	0,1	278,2	10,1	289,7	3,8
Avril	208,2	47,1	16,5	6,1	0,1	277,9	10,3	289,6	4,2
Mai	208,2	46,8	16,6	6,9	0,1	278,5	10,3	290,3	4,7
Juin	208,0	46,4	17,1	7,3	0,1	278,9	9,9	290,3	5,1
Juillet	208,4	46,0	16,7	7,5	0,1	278,7	10,1	291,1	5,5

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

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement les sociétés d'assurance et fonds de pension, les OPCVM non monétaires, les entreprises d'investissement et les fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 18

Crédits des institutions financières monétaires

Répartition par réseaux distributeurs

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		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	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	4,0
	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,1	1 258,2	4,3
2003	Janvier	945,6	100,0	190,2	16,3	1 252,1	3,0
	Février	952,1	101,5	191,3	16,8	1 261,7	3,4
	Mars	967,0	105,6	192,5	18,4	1 283,5	4,0
	Avril	972,8	103,2	192,5	18,6	1 287,1	3,1
	Mai	967,3	103,8	192,0	19,4	1 282,4	3,4
	Juin	969,4	107,9	192,7	17,9	1 288,0	3,3
	Juillet	970,2	106,5	193,2	17,6	1 287,5	3,7

(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	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	3,5	121,0	8,3	1 256,3	4,0
	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	Janvier	1 130,6	3,0	121,4	3,0	1 252,1	3,0
	Février	1 138,7	3,5	123,0	3,1	1 261,7	3,4
	Mars	1 153,1	3,2	130,4	11,9	1 283,5	4,0
	Avril	1 162,6	2,6	124,5	8,4	1 287,1	3,1
	Mai	1 156,2	2,6	126,2	11,4	1 282,4	3,4
	Juin	1 159,4	2,6	128,5	10,2	1 288,0	3,3
	Juillet	1 160,7	3,2	126,8	9,0	1 287,5	3,7

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 19

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

Répartition par objets de financement

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
					Total	Encours
1999	Décembre	160,8	140,0	159,0	459,8	6,4
2000	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	11,9
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,6
2002	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	201,0	162,4	166,8	529,0	4,1
2003	Janvier	201,8	159,8	166,6	528,2	3,3
	Février	201,9	159,3	165,1	526,3	3,7
	Mars	202,9	160,3	167,9	531,1	2,9
	Avril	204,0	158,9	168,3	531,2	2,1
	Mai	203,0	154,7	168,7	526,4	2,1
	Juin	204,0	150,6	169,9	524,5	0,6
	Juillet	204,5	148,7	169,2	522,4	- 0,2

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
					Total	Encours
1999	Décembre	285,1	92,5	76,9	454,5	7,8
2000	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,8
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	5,8
2002	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	350,7	108,2	81,8	541,8	7,0
2003	Janvier	352,8	106,9	81,4	541,1	6,7
	Février	354,5	106,5	84,3	545,2	7,2
	Mars	356,8	108,1	83,2	548,1	7,0
	Avril	358,9	108,7	83,3	551,0	7,0
	Mai	360,3	109,1	83,7	553,0	6,6
	Juin	363,7	110,4	83,2	557,3	6,8
	Juillet	369,6	110,4	83,1	563,1	7,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 21
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Total		Encours	Taux de croissance annuel
		≤ 1 an	> 1 an		
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	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	243,6	287,5	2,0
	Novembre	43,6	247,6	291,2	-1,4
	Décembre	42,6	247,8	290,5	0,4
2003	Janvier	45,2	251,2	296,4	2,3
	Février	44,5	253,1	297,6	0,9
	Mars	47,6	261,7	309,3	3,3
	Avril	46,0	265,3	311,3	5,1
	Mai	47,0	273,1	320,1	7,9
	Juin	43,7	277,2	320,8	10,7
	Juillet	44,9	277,2	322,1	10,7

Source : Banque de France

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

Tableau 22
Endettement des administrations publiques sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Total		Encours	Taux de croissance annuel
		≤ 1 an	> 1 an		
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	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	686,4	779,6	10,2
	Avril	96,8	681,5	778,3	10,9
	Mai	100,6	693,8	794,4	11,1
	Juin	102,5	706,8	809,3	10,5
	Juillet	103,7	697,1	800,8	11,3

Source : Banque de France

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

Tableau 23

Endettement intérieur total (EIT)

Répartition par agents

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)						
		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	469,9	841,5	784,9	2 096,3	7,0
2000	Décembre	498,2	972,4	818,5	2 289,1	9,5
2001	Décembre	524,4	1 071,7	853,5	2 449,6	7,2
2002	Juillet	544,4	1 095,3	879,3	2 519,0	5,7
	Août	545,7	1 086,5	883,5	2 515,6	5,0
	Septembre	549,1	1 076,0	897,6	2 522,6	4,2
	Octobre	552,4	1 089,5	903,7	2 545,6	5,1
	Novembre	551,8	1 095,0	904,6	2 551,4	4,8
	Décembre	556,7	1 090,3	917,7	2 564,7	5,5
2003	Janvier	556,8	1 096,9	915,2	2 569,0	5,5
	Février	561,2	1 097,8	933,7	2 592,7	5,8
	Mars	563,8	1 118,3	950,3	2 632,4	6,3
	Avril	566,9	1 123,8	945,5	2 636,3	6,1
	Mai	569,1	1 130,1	963,5	2 662,7	6,7
	Juin	573,2	1 133,9	981,7	2 688,8	6,7
	Juillet	579,0	1 134,5	938,2	2 651,6	7,3

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

Source : Banque de France

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

Tableau 23 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

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

	Encours Juillet 2003	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2001	Décembre 2002	Juin 2003	Juillet 2003
Endettement intérieur total	2 651,6	7,2	5,5	6,7	7,3
Ménages et assimilés (a)	579,0	5,8	6,8	6,7	6,9
≤ 1 an	30,3	6,1	3,7	- 2,1	- 1,7
> 1 an	548,7	5,8	7,0	7,2	7,5
Sociétés non financières	1 134,5	10,4	3,2	4,0	4,7
≤ 1 an	376,6	3,0	- 3,7	- 5,3	- 1,7
> 1 an	757,9	15,0	7,1	9,2	8,1
Administrations publiques	938,2	4,3	7,6	10,0	10,8
≤ 1 an	138,7	7,7	40,5	31,5	33,6
> 1 an	799,5	3,8	2,9	6,4	6,9
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 263,1	3,8	5,3	4,1	3,8
Ménages et assimilés (a)	579,0	5,8	6,8	6,7	6,9
≤ 1 an	30,3	6,1	3,7	- 2,1	- 1,7
> 1 an	548,7	5,8	7,0	7,2	7,5
Sociétés non financières	556,7	3,6	3,9	0,8	- 0,0
≤ 1 an	115,2	- 6,1	- 6,4	- 14,5	- 13,8
> 1 an	441,5	7,1	7,3	5,8	4,4
Administrations publiques	127,4	- 2,7	5,1	8,3	7,4
≤ 1 an	24,9	- 16,4	55,5	66,0	54,4
> 1 an	102,4	- 0,9	- 0,4	- 0,2	- 0,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	255,6	13,4	4,9	3,1	8,3
Financements de marchés	1 122,9	10,5	6,1	10,7	11,1
Sociétés non financières	322,1	23,4	0,8	10,7	10,7
≤ 1 an	44,9	- 1,1	- 24,9	- 8,6	- 5,7
> 1 an	277,2	31,2	6,6	14,4	13,9
Administrations publiques	800,8	5,8	8,4	10,5	11,3
≤ 1 an	103,7	21,6	68,1	40,3	43,0
> 1 an	697,1	4,7	3,5	7,4	7,9
Financement monétaire du Trésor public	10,0	1,3	1,2	3,8	8,2

(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

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 115), les fonds des CCP ne sont plus centralisés par le Trésor public et ne sont donc plus un financement monétaire de ce dernier.

Source : Banque de France

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

Tableau 24
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans
1999	Décembre	2,25	2,42	3,45	3,96
2000	Décembre	3,00	3,08	4,94	4,53
2001	Décembre	3,00	3,08	3,34	4,44
2002	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
	Avril	3,00	3,06	2,53	4,22
	Mai	3,00	3,06	2,40	4,13
	Juin	3,00	3,06	2,15	4,11
	Juillet	3,00	3,06	2,13	4,18

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 25
Coût du crédit

		(taux mensuels moyens en %)		
		Crédits à la consommation	Crédits à l'habitat à taux fixe	Crédits aux entreprises
			≤ 1 an	> 1 an
1999	Décembre	9,04	6,16	4,58
2000	Décembre	9,79	6,99	5,98
2001	Décembre	9,58	6,29	4,95
2002	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	4,34
	Avril	8,68	5,53	4,12
	Mai	8,68	5,53	4,12
	Juin	8,68	5,53	4,12
	Juillet	8,68	5,53	4,12

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2003
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2003	Taux effectif pratiqué au 2 ^e trimestre 2003	(en %) Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} juillet 2003
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	7,59	5,53	7,37
Prêts à taux variable	7,04	5,17	6,89
Prêts relais	7,76	5,72	7,63
<i>Crédits de trésorerie (a)</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 1 524 euros	21,79	16,22	21,63
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	17,52	12,95	17,27
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	10,63	7,77	10,36
Crédits aux entreprises			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	9,29	6,86	9,15
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	7,20	5,19	6,92
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	7,68	5,54	7,39
Découverts en compte (b)	11,55	8,60	11,47
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	9,36	6,91	9,21

NB : Informations publiées au Journal officiel du 25 juin 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 d'avril 2003 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Tableau 27

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

(flux en millions d'euros, prix d'émission en %)

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Total
OATi 3 % Juillet 2009						375	195						1 880
Valeur nominale	1 310												
Prix d'émission	103,42					107,49	107,20						
Émission brute	1 355					403	209						1 967
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques						1	1	1					3
Valeur nominale		1											
Prix d'émission		116,53	116,01				117,37						
Émission brute		1	1				1						3
OAT€i 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale	324					184		612					1 120
Prix d'émission	104,99					107,29		107,82					
Émission brute	340					197		660					1 197
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 personnes physiques													
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	3 618	1 543	4 218							18 878
Prix d'émission		100,42	98,03	98,39	102,21	100,11							
Émission brute		6 130	3 328	3 560	1 577	4 223							18 818
OAT 4 % Avril 2013 personnes physiques													
Valeur nominale	55	79	32	32	37	25							260
Prix d'émission	102,43	100,04	100,41	104,22	102,14	101							
Émission brute	56	79	32	33	38	25							263
OAT€i 2,50 % Juillet 2013													
Valeur nominale	2 794		887		1 439								5 120
Prix d'émission	102,98		101,48		103,43								
Émission brute	2 877		900		1 488								5 265
OATi 2,50 % Juillet 2013													
Valeur nominale			671		687								1 358
Prix d'émission			101,85		103,29								
Émission brute			683		710								1 393
OAT€ 5 % Octobre 2016													
Valeur nominale		1 280											1 280
Prix d'émission		104,53											
Émission brute		1 338											1 338
OAT 4,25 % Avril 2019													
Valeur nominale			3 661	1 909									5 570
Prix d'émission			99,85	96,98									
Émission brute			3 656	1 851									5 507
OATi 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale		599											599
Prix d'émission		111,35											
Émission brute		667											667
OAT€i 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale	587												587
Prix d'émission	109												
Émission brute	640												640
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	1 492		1 713										3 205
Prix d'émission	113,58		112,70										
Émission brute	1 695		1 931										3 626
TOTAL													
Valeur nominale	7 241	6 703	6 159	5 642	6 817	7 051	7 658	25					47 297
Émissions brutes	7 693	6 986	6 186	5 646	7 070	7 159	7 691	25					48 457
Amortissements	0	0	0	15 313	0	0	400	275					15 988
Émissions nettes	7 693	6 986	6 186	- 9 667	7 070	7 159	7 291	- 250					32 469
TOTAL CUMULÉ 2003													
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745	32 562	39 613	47 272	47 297					
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457					
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988					
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469					
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 4 septembre 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en juillet 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								
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	1	95	0,06	115,69	3,00	1,56	25.07.2009	25.08.2003
OAT 4 % Avril 2013 personnes physiques	2	95	24,95	101,03	4,00	3,67	25.04.2013	25.08.2003
Valéo 2,375 % Août 2003 Océanes	3	28	462,88	100,00	2,38		01.01.2011	04.08.2003
CFF Euribor 3 mois Août 2003	4	58	25,02	100,06	Euribor		06.02.2006	06.08.2003
CFF Eonia Août 2003	5	58	50,00	100,00	Eonia		06.02.2006	06.08.2003
CFF Eonia Août 2003	5	58	35,00	100,00	Eonia		06.02.2006	06.08.2003
Dexia Crédit Local Eonia Août 2003	6	32	40,00	100,00	Eonia		14.08.2006	14.08.2003
CFF Eonia Août 2003	7	58	40,00	100,00	Eonia		20.02.2006	20.08.2003
CFF Eonia Août 2003	7	58	30,00	100,00	Eonia		20.02.2006	20.08.2003
Dexia Crédit Local Eonia Août 2003	8	32	50,00	100,00	Eonia		25.08.2006	25.08.2003
Dexia Crédit Local Eonia Août 2003	8	32	30,00	100,00	Eonia		25.08.2006	25.08.2003
GFI informatique Euribor Juillet 2003 Obsar	9	28	47,43	100,00	Euribor		05.08.2008	05.08.2003
TOTAL			835,34					

(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 4 septembre 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

*Tableau 28 (suite)***Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en juillet 2003) (suite)**

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 avril 2004, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02746 euro par obligation. **Assimilation** le 25 avril 2004 à « l'OAT 4 % Avril 2013 » (ISIN FR0000571424) après paiement du coupon.
- 2 **OAT 4 % avril 2013 destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 avril 2004, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02667 euro par obligation. **Assimilation** le 25 avril 2004 à « l'OAT 4 % Avril 2013 » (ISIN FR0000188989) après paiement du coupon.
- 3 **Obligations à option de conversion et ou d'échange en actions nouvelles ou existantes** (Océanes) : possibilité de convertir, à tout moment, à compter du 4 août 2003 jusqu'au 22 décembre 2010, à raison d'une action Valéo de 3 euros pour une obligation. **Le premier coupon**, payable le 1^{er} janvier 2004, sera calculé *prorata temporis* du 4 août au 31 décembre 2003. **Amortissement au gré de l'émetteur** (AGE), à tout moment, à compter du 31 janvier 2007 jusqu'au 31 décembre 2010, de la totalité des titres restant en circulation, à un prix de remboursement égal au pair. **Amortissement résiduel** : la société pourra, à son gré, rembourser à tout moment la totalité des titres restant en circulation si leur nombre est inférieur à 10 % du nombre des obligations.
- 4 **Intérêt** : Euribor à 3 mois, payable trimestriellement les 6 août, novembre, février, mai de chaque année.
- 5 **Intérêt** : Eonia, payable annuellement le 6 février de chaque année. **Le premier coupon** sera calculé *prorata temporis* pour la période du 6 août 2003 au 5 février 2004 inclus.
- 6 **Intérêt** : Eonia, payable annuellement le 14 août de chaque année.
- 7 **Intérêt** : Eonia, payable annuellement le 20 février de chaque année. **Le premier coupon**, payable le 20 février 2004, sera calculé *prorata temporis* pour la période du 20 août 2003 au 20 février 2004.
- 8 **Intérêt** : Eonia, payable annuellement le 25 août de chaque année.
- 9 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar)** : À chaque obligation, sont attachés 14 bons de souscription d'action remboursables (BSAR), un bon donnant droit de souscrire une action de 5,35 euros du 5 août 2003 au 4 août 2008. Les intérêts sont trimestriels, et calculés sur l'Euribor 3 mois minoré d'une marge de 0,25 % l'an et seront payés les 5 novembre, 5 février, 5 mai et 5 août de chaque année. **Remboursement anticipé au gré de l'émetteur** (AGE) de la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, à compter du 5 août 2003 jusqu'au 5 août 2008. **Remboursement anticipé des obligations au gré des porteurs** (AGD) exerçant des bons de souscriptions d'actions remboursables (BSAR) à raison de 20 BSAR pour une obligation au prix de 107 euros. **Le premier coupon**, payable le 25 janvier 2004, sera atypique.

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		Juillet		Année		Juillet		Année		Juin		Juillet		7 mois		Juin		Juillet		7 mois
Émissions en euros	17,6	134,0	201,0	- 10,5	36,9	58,9	28,1	23,9	187,4	18,1	- 6,1	81,6															
Administrations publiques	8,7	66,2	98,0	- 12,2	11,9	24,0	13,1	12,8	89,4	13,1	- 9,6	40,9															
<i>dont État</i>	<i>8,6</i>	<i>65,2</i>	<i>96,0</i>	<i>- 12,2</i>	<i>14,0</i>	<i>27,4</i>	<i>13,1</i>	<i>12,7</i>	<i>88,6</i>	<i>13,1</i>	<i>- 9,5</i>	<i>40,6</i>															
Institutions financières monétaires	5,0	43,5	68,8	0,3	12,3	17,8	8,2	7,4	49,3	0,4	3,7	12,5															
Institutions financières non monétaires	1,6	3,3	3,9	0,3	1,1	1,5	1,0	0,0	2,0	0,8	- 0,2	1,0															
Sociétés non financières	2,4	21,0	30,2	1,0	11,7	15,6	5,7	3,8	46,7	3,7	- 0,2	27,3															
Émissions en devises	3,0	21,6	33,4	- 0,1	5,4	5,6	2,7	1,8	17,8	1,4	- 0,1	4,5															
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	0,0	- 1,2	- 1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,5															
Institutions financières monétaires	2,8	18,1	26,7	- 0,1	7,2	6,5	2,6	0,9	13,5	2,1	- 0,1	4,2															
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	0,2	3,4	6,6	0,1	- 0,7	1,0	0,1	0,9	4,2	- 0,6	0,1	0,9															

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 4 septembre 2003
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 30

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

Tous marchés

	2000 Décembre	2001 Décembre	2002 Décembre	(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)		
				Mai	Juin	Juillet
Titres en euros	1 079,5	1 156,8	1 214,4	1 283,1	1 300,9	1 295,5
Administrations publiques	600,9	631,5	655,7	691,7	704,7	695,0
<i>dont État</i>	573,0	600,4	627,9	663,6	676,6	667,0
Institutions financières monétaires	294,9	300,9	316,4	324,9	325,2	329,8
Institutions financières non monétaires	27,6	29,6	31,1	31,4	32,2	32,1
Sociétés non financières	156,1	194,9	211,2	235,1	238,8	238,6
Titres en devises	96,4	123,8	114,8	106,3	110,7	111,2
Administrations publiques	6,7	4,8	2,7	2,0	2,1	2,1
Institutions financières monétaires	64,2	74,6	71,0	65,7	69,7	70,1
Institutions financières non monétaires	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sociétés non financières	24,6	43,9	40,5	38,0	38,4	38,5

Source : Banque de France

Réalisé le 4 septembre 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										
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	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
2003										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	155,9	69,4	46,2	45,8	1,9	5,2	13,5	1,6	1,0	340,5
Mai	156,7	69,6	46,3	41,6	2,3	5,1	15,3	1,8	1,0	339,7
Juin	153,3	67,3	45,9	39,2	1,8	5,1	14,1	1,6	0,9	329,2
Juillet	158,2	69,1	46,4	36,9	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	332,8
Août	161,1	69,4	46,3	35,0	1,5	5,2	13,2	1,4	1,0	334,1

NB : Encours euros (euros, monnaies de la zone euro) 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 4 septembre 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 1999 (r)	Fin 2000 (r)	Décembre 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)	Septembre 2002 (p)	Décembre 2002 (p)	Mars 2003 (p)
Encours des non-résidents (a)								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	393,4	465,6	404,3	412,5	342,8	257,9	279,3	248,6
Source : Position extérieure	474,2	579,9	485,2	494,9	419,3	302,2	339,2	291
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	144,5	195,9	242,6	251,2	263,5	265,1	278,4	296,8
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	69,3	112,1	138,9	144,8	152,3	171,9	181,8	200,6
Source : Position extérieure	74,5	115,8	145,9	151,0	157,8	167,8	171,7	184,4
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	70,0	80,1	96,7	100,2	105,7	97,3	106,7	112,4
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	30,2	32,0	40,4	42,0	43,1	39,4	36,7	31,1
Source : Position extérieure	130,0	159,0	189,8	187,8	187,5	191,4	188,8	190,5
Part des non-résidents (d)								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	35,0	37,5	36,5	36,9	36,5	35,9	35,9	35,8
Source : Position extérieure	33,8	39,8	39,3	39,2	39,4	38,1	39,2	38,8
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	23,3	29,7	34,8	35,2	35,5	34,7	35,8	36,2
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	18,9	27,9	32,5	33,2	35,0	36,0	38,6	41,1
Source : Position extérieure	17,2	25,2	30,2	30,3	31,1	31,1	32,1	32,6
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	37,2	40,0	45,2	46,6	45,0	43,6	44,0	44,0
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	10,0	10,9	13,5	14,2	14,6	13,0	11,9	9,9
Source : Position extérieure	27,1	33,1	37,3	36,8	37,0	37,8	36,3	36,9
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB								
1. Actions cotées	103,5	102,8	84,3	85,7	71,8	53,2	57,4	49,0
2. Dette publique négociable	45,9	46,6	47,6	48,5	50,0	51,2	51,6	53,6
3. Autres obligations (hors État)	35,4	33,9	34,8	34,6	34,2	33,9	34,5	33,7

(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 25 juin 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	BTF	BTAN	2 ans	5 ans
2000	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
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900		726
	Juin	24 443		5 175	1 895		785
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234		

Source : Banque de France

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

Tableau 34
Titres d'OPCVM
Encours

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juin 2003	Juillet 2003	(encours en milliards d'euros)
Sicav	316,4	328,0	311,6	288,4	275,1	285,5	287,1	
Monétaires	125,3	121,4	131,2	142,7	139,8	151,0	152,0	
Obligations	63,8	57,3	54,3	47,9	47,7	46,2	45,6	
Actions	88,6	105,0	87,0	65,3	59,8	61,1	62,0	
Diversifiées	38,2	43,5	38,7	32,1	27,4	26,8	27,1	
Garantis	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
FCP	331,4	414,7	449,1	464,9	477,4	524,3	531,1	
Monétaires	51,5	81,3	102,5	124,0	124,6	142,1	139,8	
Obligations	57,6	69,6	80,7	86,2	95,1	107,6	110,4	
Actions	66,1	76,6	76,9	65,3	62,2	68,2	71,0	
Diversifiés	123,2	154,1	151,8	148,7	149,2	154,7	156,9	
Garantis	33,0	33,1	37,2	40,7	46,3	51,7	53,0	
OPCVM	647,8	742,7	760,7	753,3	752,5	809,8	818,2	
Monétaires	176,8	202,7	233,7	266,7	264,4	293,1	291,8	
Obligations	121,4	126,9	135,0	134,1	142,8	153,8	156,0	
Actions	154,7	181,6	163,9	130,6	122,0	129,3	133,0	
Diversifiés	161,4	197,6	190,5	180,8	176,6	181,5	184,0	
Garantis	33,5	33,9	37,6	41,1	46,7	52,1	53,4	

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 2 septembre 2003
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juin 2003	Juillet 2003	(en %)
OPCVM monétaires	2,6	3,9	4,3	3,4	3,2	2,9	2,8	
OPCVM obligataires	- 1,4	4,9	4,9	4,1	7,2	9,7	8,0	
OPCVM actions	47,9	- 3,4	- 19,2	- 28,9	- 31,7	- 16,8	- 5,6	
OPCVM diversifiés	25,9	- 0,3	- 6,6	- 13,3	- 14,1	- 2,9	1,0	
OPCVM garantis	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 2 septembre 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 % sur le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Avril	Mai	Juin	Part
Target	925	1 033	1 299	1 552	1 664	1 684	1 777	87	
Transfrontière	360	432	506	485	522	526	574	28	
Domestique	565	601	793	1 066	1 142	1 158	1 203	59	
Systèmes nets	418	445	456	269	254	253	265	13	
PNS	93	86	88	78	77	74	76	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	174	176	185	9	
Total	1 343	1 477	1 756	1 821	1 919	1 937	2 042	100	

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Avril	Mai	Juin	Part
Target	163 157	188 157	211 282	253 016	274 553	264 940	264 349	57	
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	53 858	62 459	60 777	60 219	13	
Domestique	134 380	148 279	166 009	199 158	212 094	204 163	204 131	44	
Systèmes nets	139 159	173 704	200 604	174 147	203 014	195 223	195 525	43	
PNS	20 066	21 759	31 512	29 686	32 094	28 232	29 790	6	
EAF	46 706	51 041	50 991	-	-	-	-	-	
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 965	7 872	7 408	7 089	2	
POPS	nd	nd	nd	2 592	2 297	2 372	4 540	1,0	
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	134 905	160 751	157 210	154 105	34	
Total	302 316	361 861	411 886	427 163	477 567	460 163	459 874	100	

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 août 2003
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

France

Capitaux échangés

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)			
					2003	Avril	Mai	Juin
Target	256	267	345	356	392	372	399	84
Transfrontière (en émission)	55	60	75	69	75	74	82	17
(Transfrontière en réception)	(58)	(62)	(75)	(69)	(68)	(74)	(82)	(17)
Domestique (TBF)	200	207	270	287	317	297	317	67
PNS	93	86	88	78	77	74	76	16
Total	348	353	433	435	469	446	475	100

Nombre d'opérations

	1999	2000	2001	2002	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)			
					2003	Avril	Mai	Juin
Target	8 146	11 903	14 966	14 958	16 164	14 820	16 009	35
Transfrontière (en émission)	3 395	4 515	5 309	6 471	7 124	6 723	7 168	16
(Transfrontière en réception)	(3 636)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(6 793)	(7 200)	(7 187)	(16)
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	9 040	8 097	8 840	19
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	32 094	28 232	29 790	65
Total	28 213	33 532	46 478	44 644	48 258	43 052	45 799	100

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	1999	2000	2001	2002	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)			
					2003	Avril	Mai	Juin
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	9,8	9,9	13,2	45,5
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	8,4	7,8	7,9	7,6	26,0
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	2,2	3,7	4,8	3,9	13,4
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,5	3,5	4,1	4,4	15,1
Total	31,9	31,9	27,3	24,8	24,8	26,7	29,1	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 29 août 2003
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

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

	1999	2000	2001	2002	2003			Part
					Avril	Mai	Juin	
France	348	353	433	435	469	446	475	24,4
Target transfrontière	55	60	75	69	75	74	82	4,0
Target domestique (TBF)	200	207	270	287	317	297	317	15,5
PNS	93	86	88	78	77	74	76	3,7
Allemagne	261	368	457	489	518	512	533	27,0
Target transfrontière	95	111	131	129	138	138	152	7,5
Target domestique (ELS puis RTGS+)	16	94	164	360	380	374	381	18,7
EAF	151	163	162	-	-	-	-	-
Espagne	122	136	209	250	264	310	315	13,8
Target transfrontière	14	16	20	18	18	18	21	1,0
Target domestique (SLBE)	105	118	188	231	245	291	293	14,3
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0,1
Italie	95	109	107	99	99	100	108	5,2
Target transfrontière	27	37	39	34	34	35	37	1,8
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	64	65	65	71	3,5
Royaume-Uni	77	95	118	111	118	116	135	6,1
Target transfrontière	59	75	91	85	88	88	99	4,8
Target domestique (Chaps Euro) (a)	18	20	27	26	30	28	37	1,8
Autres	438	416	432	437	450	452	476	23,5
TOTAL	1 343	1 477	1 756	1 821	1 919	1 937	2 042	100

Nombre d'opérations

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

	1999	2000	2001	2002	2003			Part
					Avril	Mai	Juin	
France	28 213	33 532	46 478	44 644	48 258	43 052	45 799	10,0
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	6 471	7 124	6 723	7 168	1,6
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	9 040	8 097	8 840	1,9
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	32 094	28 232	29 790	6,5
Allemagne	118 931	135 329	158 866	125 070	136 476	129 853	129 109	28,1
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	16 852	19 075	18 412	18 189	4,0
Target domestique (ELS puis RTGS+)	61 923	69 962	93 160	108 218	117 401	111 440	110 920	24,1
EAF	46 706	50 933	50 991	-	-	-	-	-
Espagne	13 043	13 243	15 780	19 065	21 359	20 551	20 682	4,5
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 731	2 413	2 416	2 333	0,5
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	10 369	11 074	10 727	11 260	2,4
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 965	7 872	7 408	7 089	1,5
Italie	39 392	40 787	40 208	37 696	39 016	38 742	37 291	8,1
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	6 173	6 969	6 989	6 570	1,4
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	31 523	32 046	31 753	30 721	6,7
Royaume-Uni	5 814	7 851	10 156	14 370	17 710	17 058	17 184	3,7
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 555	12 074	11 548	11 410	2,5
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 513	2 949	3 653	4 815	5 637	5 510	5 774	1,3
Autres	96 923	131 120	140 399	186 317	214 748	210 906	209 808	45,6
TOTAL	302 316	361 861	411 886	427 163	477 567	460 163	459 874	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.

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion 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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 août 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*
- 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 de change et des matières premières*
- 3.2. *Les marchés de taux d'intérêt*
- 3.3. *Les marchés boursiers*

Études

Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière. Synthèse du colloque international de la Banque de France

Les financements et placements des ménages et des entreprises en 2002

L'apport des modèles de la nouvelle génération à l'analyse économique, l'exemple de Marcos

Situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2002

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 – SEMASF	47 63
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. Études et Stat. monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. Études économiques et de la Recherche – CRECH	90 84
Dir. Études et des Statistiques monétaires – SESOF	49 25
Dir. Études économiques et de la Recherche – CRECH	49 89
Dir. des Entreprises – Observatoire des entreprises	41 19



LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES – BILAN 2002 –

Pour contribuer à une meilleure connaissance de la situation des entreprises industrielles et notamment leur santé financière, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France publie son étude annuelle, effectuée à partir des documents comptables (bilans, comptes de résultats) et renseignements complémentaires de près de 11 500 firmes adhérant à la Centrale de bilans, qui ont clôturé leur exercice en 2002.

Le résumé figurant dans le présent *Bulletin de la Banque de France* est réalisé à partir de l'étude globale qui procède à un examen complet, sur les deux derniers exercices comptables, du comportement des sociétés industrielles (activité, effectifs, résultats d'exploitation et globaux, investissements, financement, structure financière).

Cette étude contient de nombreuses données chiffrées, des graphiques (en couleur) sur longue période, ainsi que des indicateurs sur l'évolution des principaux secteurs économiques : industries agroalimentaires, biens de consommation courante, industrie automobile, biens d'équipement et biens intermédiaires.

Aussi, pour en savoir davantage sur l'évolution de l'industrie manufacturière de notre pays, vous pouvez dès à présent commander cette étude sur « *La situation des entreprises industrielles – bilan 2002* » en retournant à la Banque de France le formulaire ci-dessous.

BON DE COMMANDE

Nom ou raison sociale à adresser à :
.....
Activité Code NAF BANQUE DE FRANCE
Adresse Relations avec le public
.....
.....
N° SIRET 07-1050
Nombre d'exemplaires de 48, rue Croix des Petits Champs
« *La situation des entreprises industrielles – bilan 2002* »
commandés à EUR 38 TTC l'unité
75049 PARIS CEDEX 01
Tél. : 01 42 92 39 08

Ci-joint règlement de EUR.....
à l'ordre de « Banque de France-Publications »
par chèque bancaire
par chèque postal

Je vous prie de joindre à votre envoi :
 une facture
 le catalogue des publications de la Banque de France

