

N° 117

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

SEPTEMBRE 2003


BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

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.

Achévé 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					2003				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Acquis
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
dont FBCF des SQS et EI	-0,4	-1,1	-1,0	-1,6	-2,8	0,0	-0,6			-2,4
FBCF des ménages	0,0	1,1	0,1	-0,2	0,8	0,3	0,4			0,8
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 conjugaion 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).

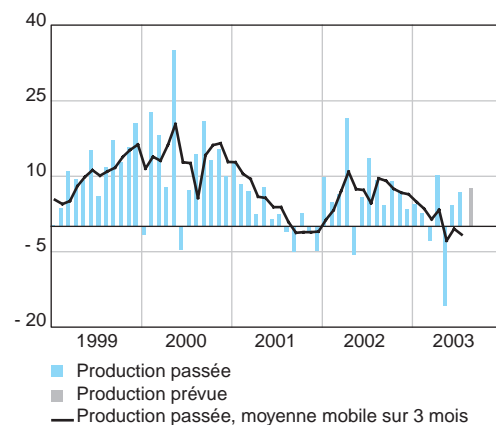
La production manufacturière s'est inscrite en repli de 0,7 % (après une hausse de 0,1 %).

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

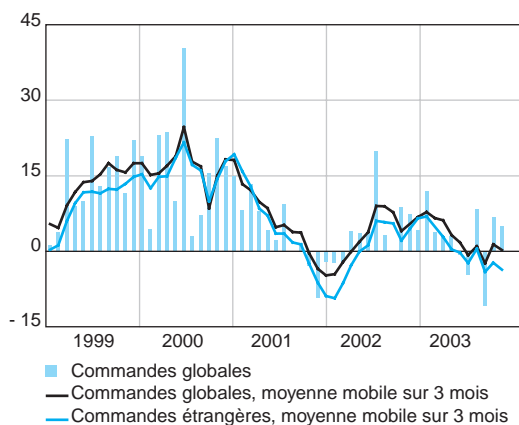
(solde des opinions, cvs)



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

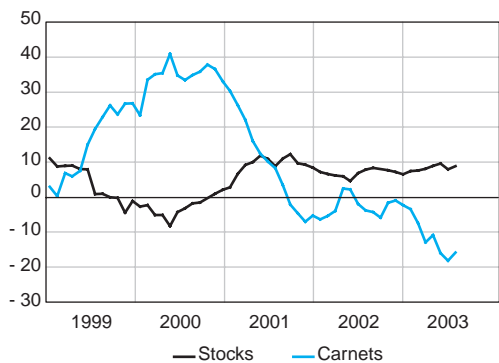
(solde des opinions, cvs)



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.

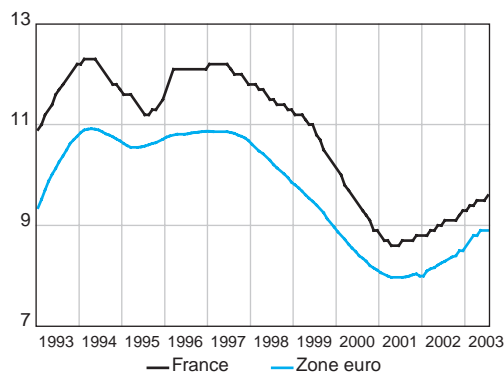
Les immatriculations de voitures particulières neuves ont très fortement diminué en août (- 10,6 % en données cvs-cjo, après - 2,8 % en juillet) et se sont repliées de 14,5 % sur un an. À la fin du mois d'août, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre des immatriculations de voitures particulières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

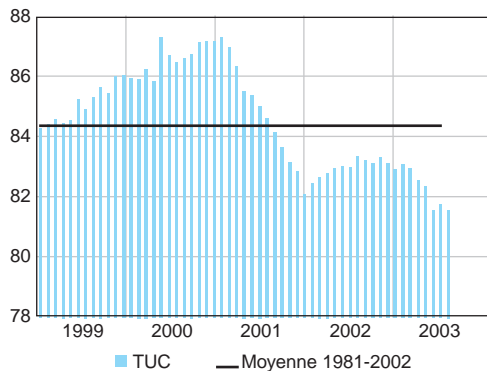
L'investissement des entreprises ne devrait pas connaître d'amélioration sensible à court terme

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.

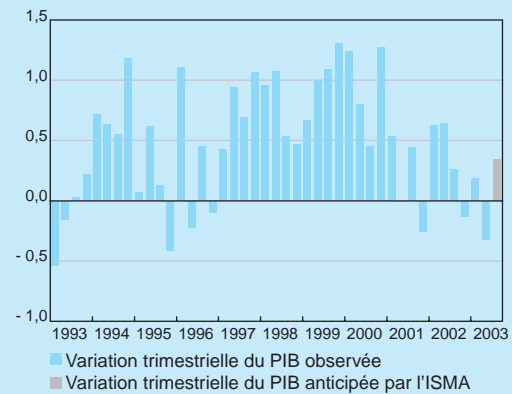
Les opinions sur les perspectives de production restent globalement prudentes dans l'industrie. Une accélération de l'activité est toutefois attendue, notamment dans le secteur des biens d'équipement.

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 %.

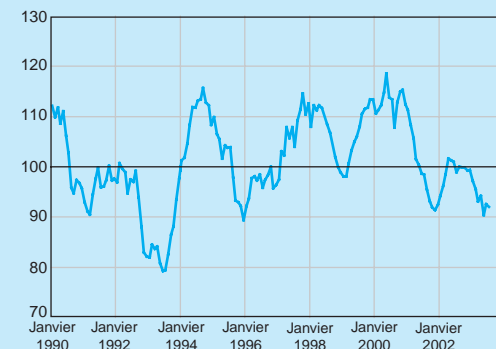
Évolution de l'ISMA et du PIB



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).

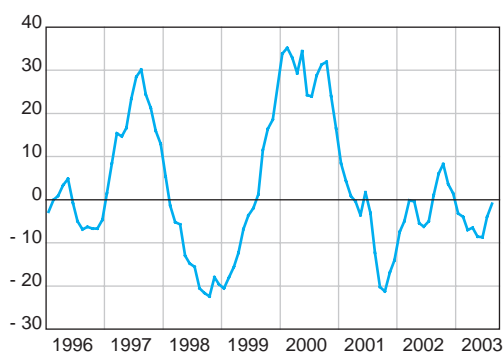
Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en augmentation de 2,8 % par rapport au mois précédent (-0,9 % sur un an).

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 %)



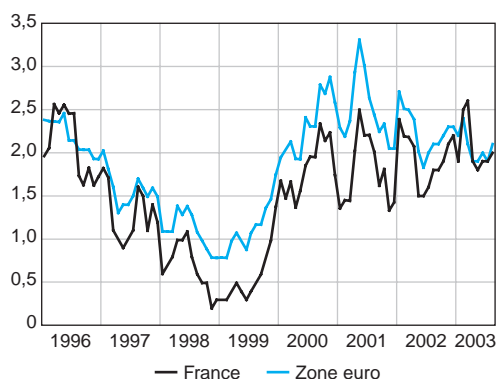
La progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé français a atteint 2 % en glissement annuel en août

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 ».

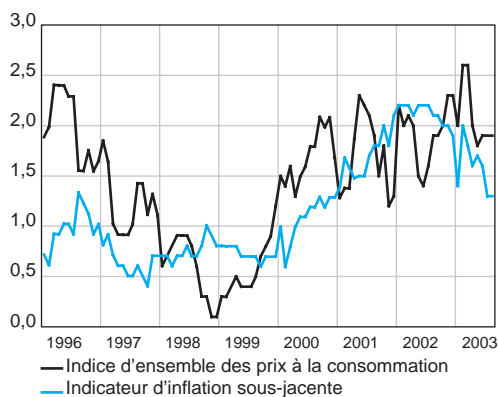
Le prix de l'énergie a augmenté pour le deuxième mois consécutif, conséquence de la hausse du prix des produits pétroliers et de l'appréciation de l'euro.

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

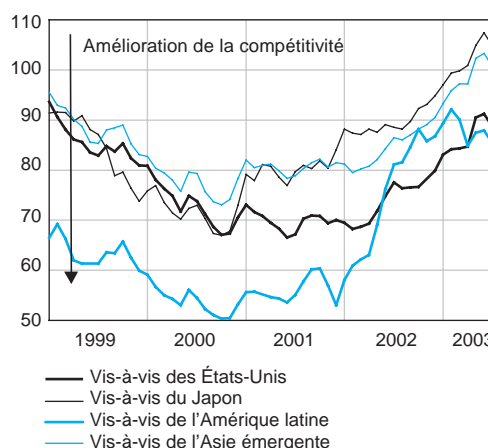
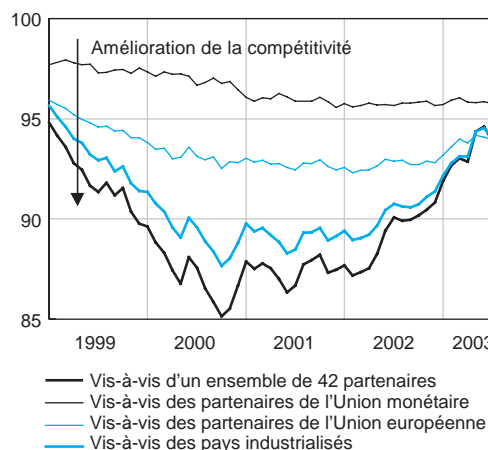
1.3. La compétitivité

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 partenaires ¹ 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.

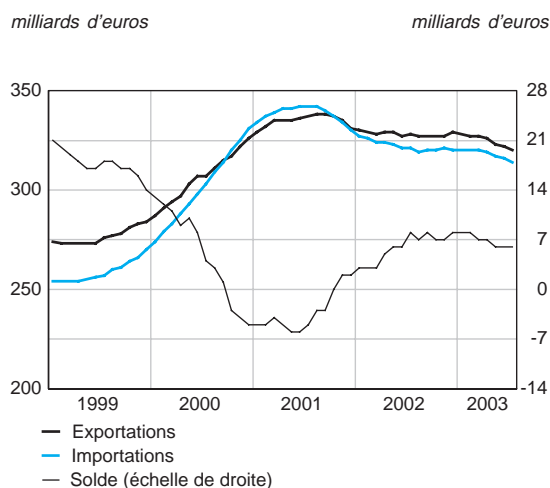
1.4. Le commerce extérieur en juillet 2003

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 décliné 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	25 702	27 456	- 3 864	1 621	2 517	36	15 804	7 855
<i>Biens</i>	3 947	10 137	522	- 56	649	1 554	6 070	2 386
<i>Services</i>	19 922	18 715	1 185	1 410	1 965	1 566	11 316	9 680
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	- 33 100	- 30 298	1 844	4 302	- 8 172	- 6 270	- 5 371	- 22 767
<i>Investissements directs</i>	- 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
– Étrangers en France	61 675	54 727	2 842	2 607	3 458	6 386	30 237	23 548
<i>Investissements de portefeuille</i>	24 004	- 19 447	- 7 751	- 1 599	13 190	- 15 091	- 35 578	- 29 729
– Avoirs	- 95 017	- 84 839	- 20 611	- 21 742	- 7 228	- 16 064	- 73 049	- 119 380
– Engagements	119 021	65 392	12 860	20 143	20 418	973	37 471	89 651
<i>Produits financiers dérivés</i>	2 784	5 531	- 253	1 181	- 2 765	- 3 409	1 708	- 4 934
<i>Autres investissements</i>	- 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
– Engagements	42 036	25 519	43 325	20 669	- 53 725	12 611	9 572	44 193
<i>Avoirs de réserve</i>	5 763	4 201	- 281	- 494	- 853	669	2 030	- 94
Erreurs et omissions nettes	7 728	3 014	1 989	- 5 119	5 502	6 277	- 10 529	22 909

(a) Chiffres définitifs

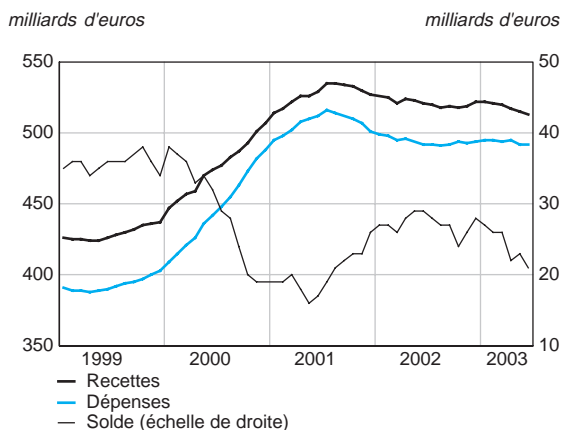
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

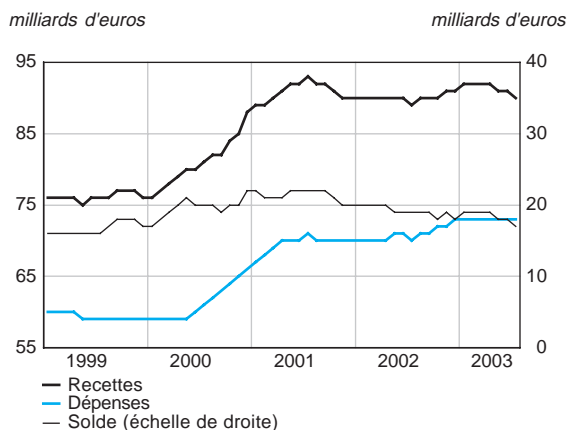
Transactions courantes

Douze mois glissants



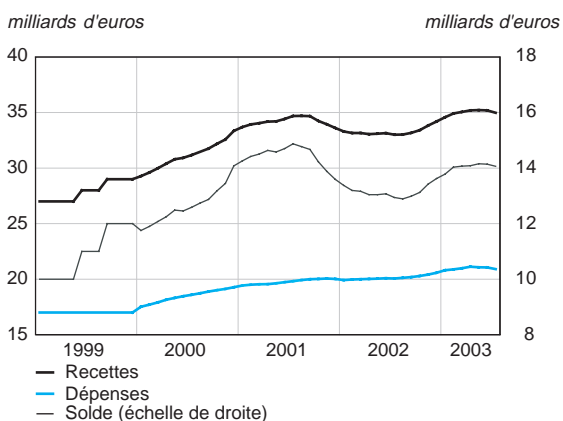
Services

Douze mois glissants (cvs)



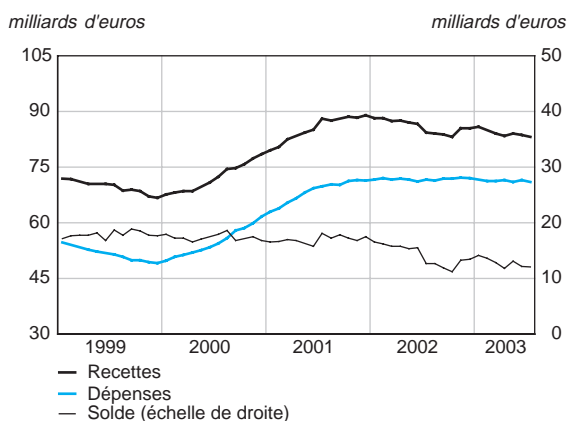
Voyages

Douze mois glissants (cvs)



Revenus des investissements

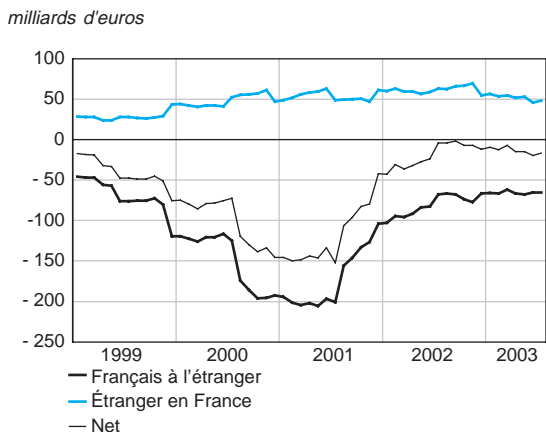
Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs

(en signe de balance)

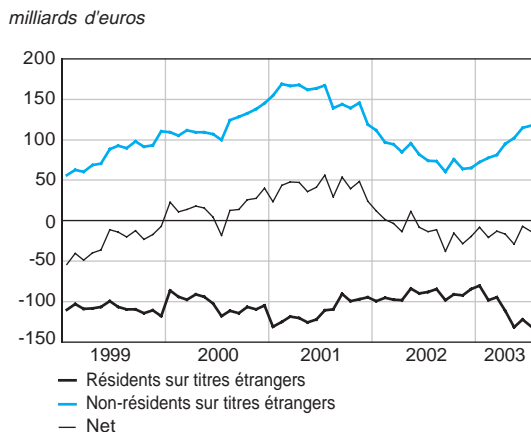
Soldes cumulés sur douze mois



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

	<i>(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)</i>			
	Encours	Taux de croissance annuel		Part dans la zone euro Juillet 2003
		(a)		
	Juillet 2003	Juin 2003	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)	6 954,3	4,5	4,9	
Créances sur le secteur privé	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

Sources : BCE, Banque de France

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 (7,4 points de croissance de M3, contre 6,9 points en juin) ainsi que celle des concours aux administrations publiques (1,7 point de croissance, après 1,4 point). En revanche, la contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de M3 a diminué (3,8 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

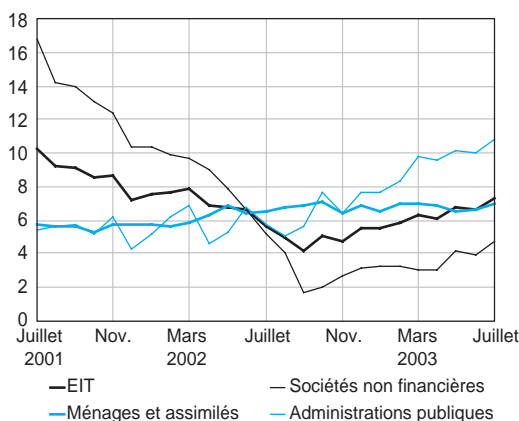
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a poursuivi sa remontée en juillet. L'accélération de la progression de l'endettement a été sensible pour les sociétés non financières et les administrations publiques ; elle a été plus modérée pour les ménages.

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**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	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**

	<i>(en milliards d'euros)</i>				
	2001	2002	Juillet 2002 à juin 2003	Août 2002 à juillet 2003	Juillet 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 :					
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	7,5	11,3	22,7	21,7	0,6
Appel public à l'épargne (c)	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

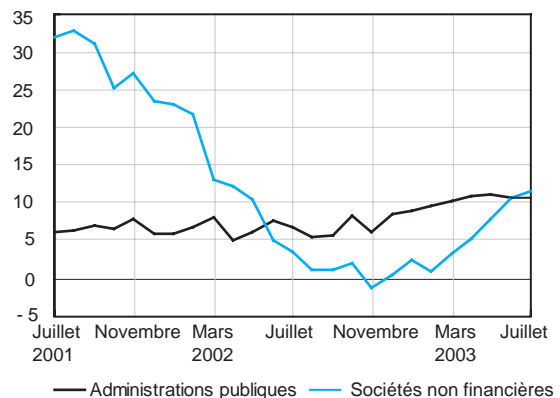
Les administrations publiques ont continué d'accroître leurs recours aux marchés de titres de dette, notamment sur le compartiment du court terme. En revanche, le taux de croissance sur un an de l'endettement des sociétés financières sur les marchés n'a pas varié en juillet.

Endettement sur les marchés

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	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	Juillet 2003	
Sociétés non financières	16,6	35,0	33,7	- 0,1	61,1	63,2	4,7	277,2
dont : devises	1,0	2,6	2,6	0,1	6,6	7,3	0,9	38,5
État	27,4	51,2	53,9	- 9,5	115,4	119,5	12,7	667,0
Administrations publiques (hors État)	- 5,2	- 1,9	- 2,0	- 0,1	1,8	1,8	-	30,1
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	399,9
dont : devises	6,3	3,1	3,1	- 0,1	24,1	22,1	0,9	70,1
Institutions financières non monétaires	1,5	1,5	1,0	- 0,2	4,1	2,6	1,1	32,6
dont : devises	-	-	-	-	-	-	-	0,6
Total	64,4	103,9	108,3	- 6,2	278,8	283,9	25,8	1 406,7
dont : devises	5,6	4,6	4,6	- 0,1	30,7	29,5	1,8	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	141,6
État	34,6	36,7	36,4	- 0,2	65,2	65,2	-	508,1
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	- 0,6	- 1,1	-	1,8	1,4	-	25,8
Institutions financières monétaires	- 8,8	- 3,7	- 2,7	0,2	20,9	20,9	0,3	161,5
Institutions financières non monétaires	- 0,1	- 0,1	- 0,1	-	0,9	0,9	-	26,6
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.

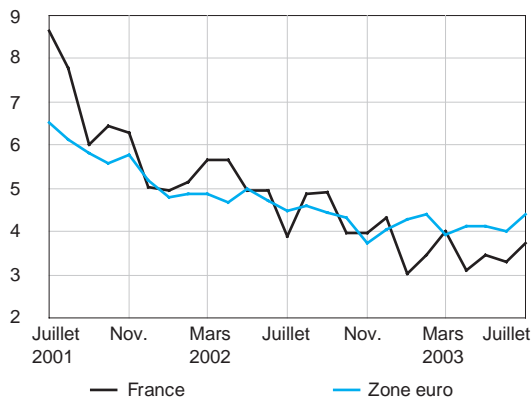
2.2.2. L'évolution des crédits

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.

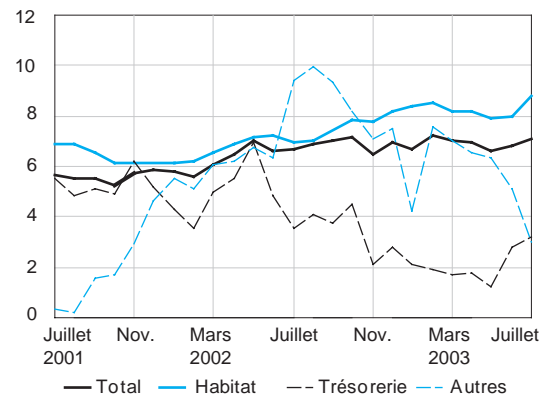
Crédits par agents et par objets

	(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
dont :			
Crédits des EC aux ménages	6,6	6,8	7,1
dont : 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
dont : 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.

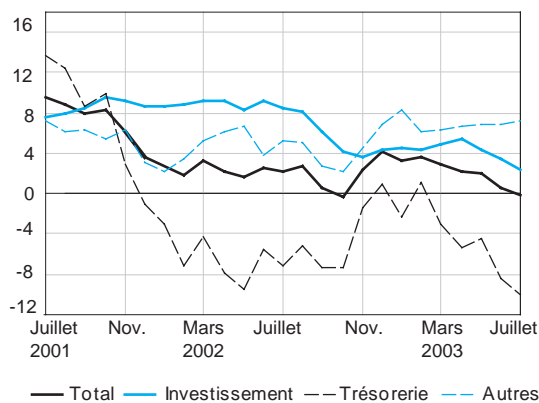
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(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

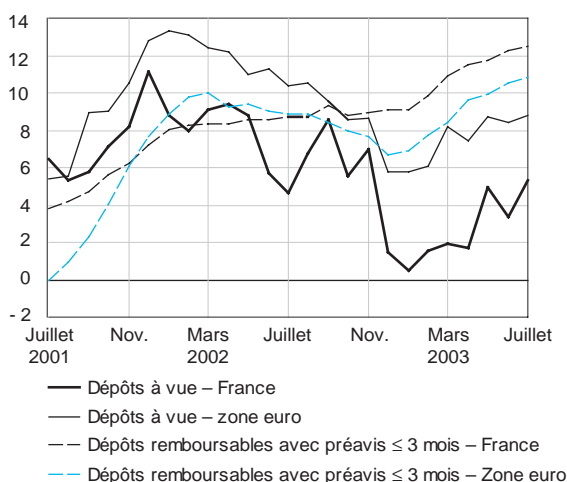
Sources : BCE, Banque de France

2.3. Les placements intermédiés

Les placements après des institutions financières monétaires

Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

(taux de croissance annuel en %)

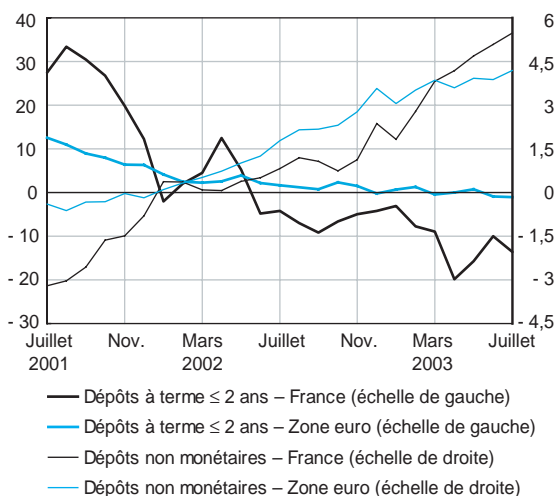


Sources : BCE, Banque de France

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 %)



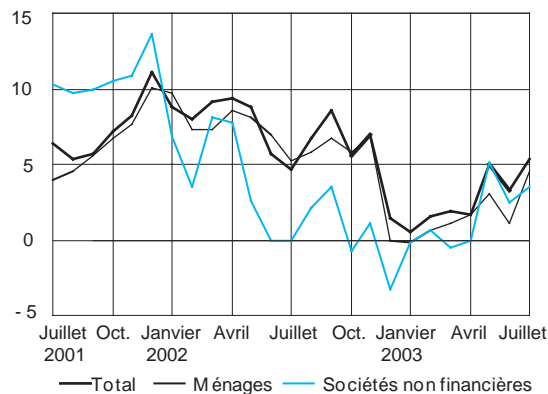
**Dépôts à vue
(France)**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	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.

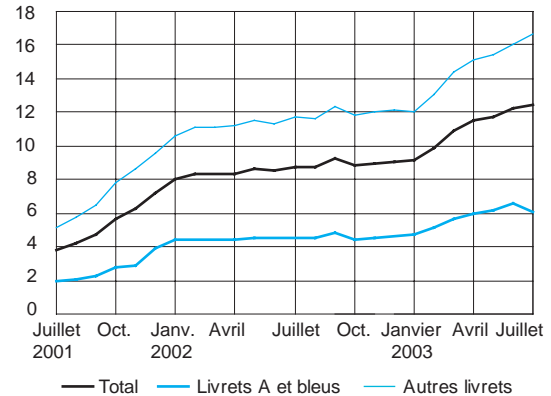
**Dépôts à vue par agents
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Comptes sur livret
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**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
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.

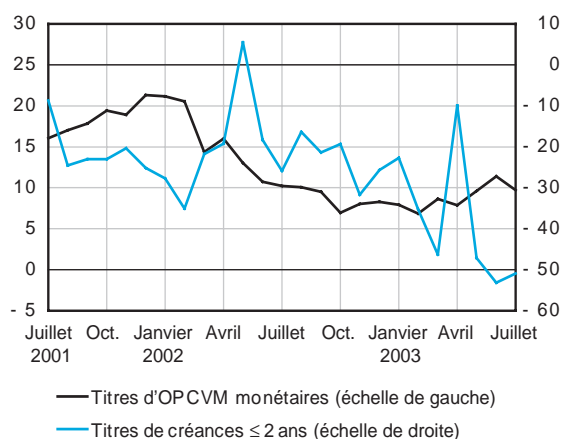
**Comptes sur livret
(France)**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	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.

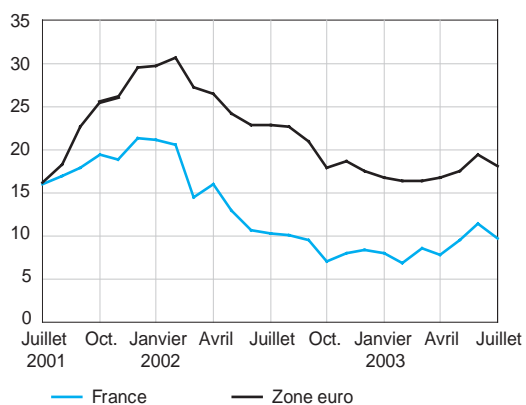
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

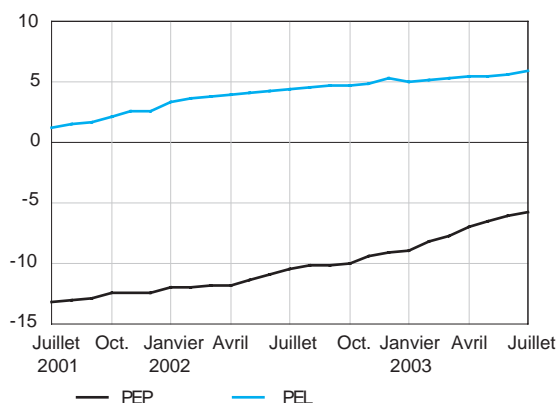
(taux de croissance annuel en %)

	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

	(en %)		
	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003
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

Apprécisés 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

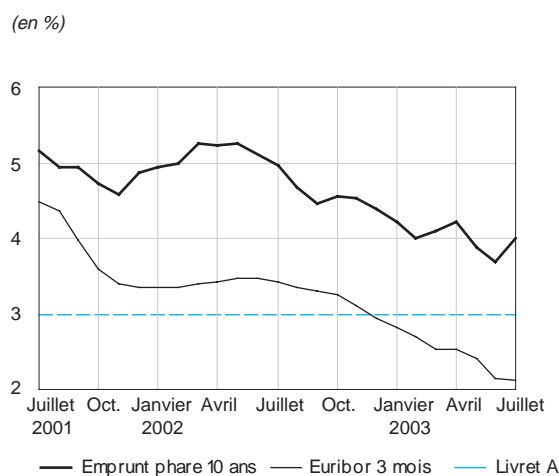
Sur les marchés, les taux d'intérêt à court terme ont peu varié en juillet, alors que les taux à long terme ont enregistré une forte remontée.

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



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.

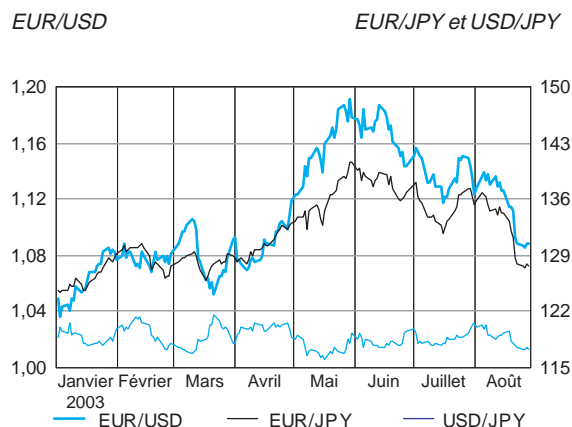
Ces mouvements ont été particulièrement marqués au Japon, suite à la publication de statistiques économiques nettement supérieures aux attentes. Des volumes de négociation limités en cette période estivale ont toutefois pu contribuer à accentuer certains mouvements.

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 nipponne. 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.

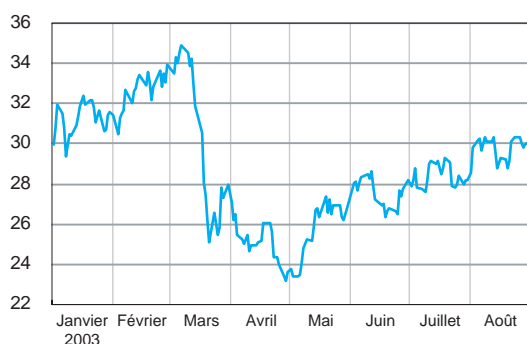
À l'approche du référendum sur l'entrée de la Suède dans la zone euro, fixé au 14 septembre, la couronne suédoise a enregistré une évolution heurtée vis-à-vis de l'euro, l'EUR/SEK fluctuant dans une fourchette relativement large (9,15-9,30).

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 fédéral 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.

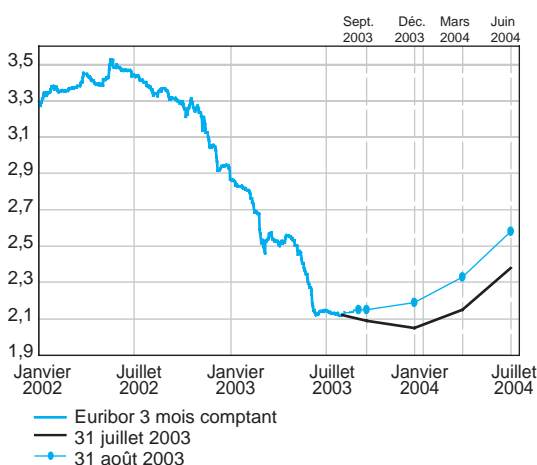
Un phénomène similaire a été enregistré au Japon. En dépit de nouvelles mesures soulignant l'engagement de la Banque du Japon en faveur d'une politique monétaire demeurant accommodante (nouvelles opérations d'injection de liquidité à long terme par le biais d'achats-ventes ferme à 9 mois, au lieu des 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.

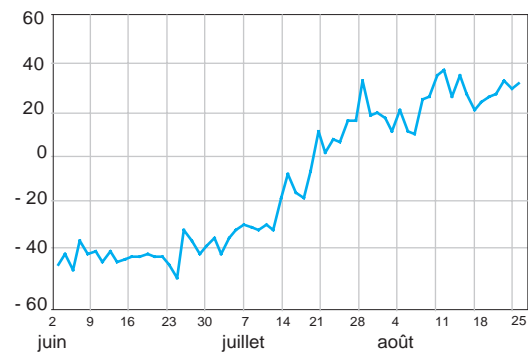
Au Japon, les titres d'État ont subi, après une première correction du mois de juin, une seconde dégradation significative, notamment à la suite de la publication d'une progression du PIB largement supérieure aux attentes au deuxième trimestre. La remontée des rendements obligataires nippons s'est effectuée 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

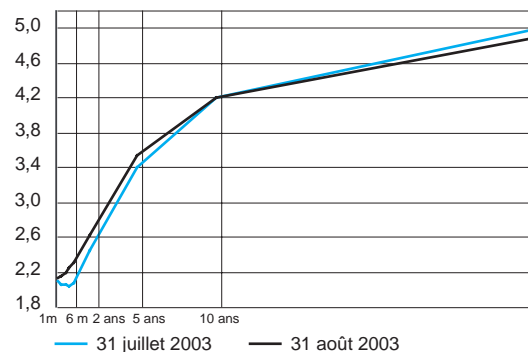
(en points de base)



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

Émetteur	29 août 2003	31 juillet 2003	Variation	(en points de base)	
				Variation/ 31 déc. 2002	Plus haut 2002
Industrielles AAA	9	9	0	4	21
Industrielles 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 étoffés, supérieurs à ceux constatés depuis le début de l'année.

Indices boursiers

Au 29 août 2003

	(indice en points, variation en %)		
	Niveau au 29 août 2003	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.

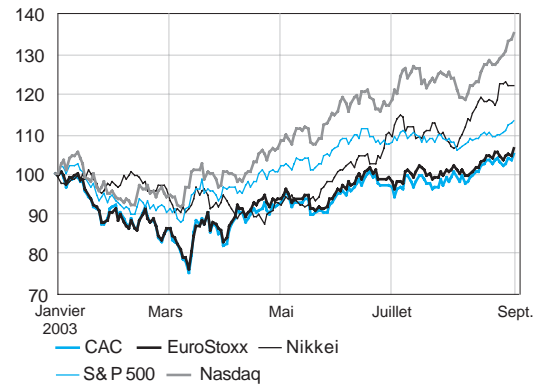
Le Nikkei a connu la progression la plus importante

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

	<i>(volume en milliards d'euros, part en %)</i>			
	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

Échéance	<i>(taux en %, variation en points de base)</i>		
	31 juillet 2003	29 août 2003	Variation
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

	<i>(en milliards d'euros)</i>		
	Émissions en août 2003		Encours à fin août
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	370,0	3,6	325,7
Certificats de dépôt négociables	305,2	2,0	202,1
BMTN	0,7	0,0	52,1
Billets de trésorerie	64,1	1,6	71,5

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

	<i>(en %)</i>				
	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

	<i>(en %)</i>				
	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)

		<i>(en points de base)</i>			
		A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	Juin	4	13	16	9
	Juillet	1	7	7	5
	Août	1	6	6	4
3 mois	Juin	5	13	16	9
	Juillet	4	12	12	8
	Août	3	10	11	7

(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.

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.

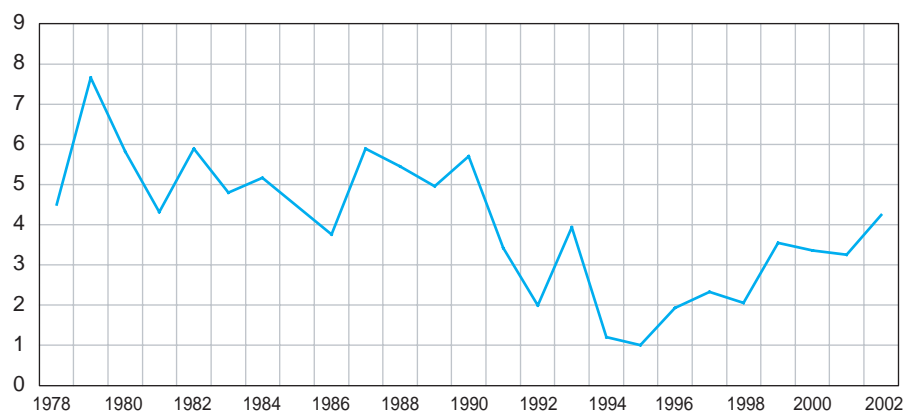
En dépit d'une moindre progression des cotisations sociales et de l'impôt sur le revenu, et malgré une hausse plus soutenue des prestations sociales, la croissance du revenu disponible a ralenti en 2002 de 0,9 point, et n'a pas dépassé 3,9 %.

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 minimales : elles sont estimées à environ 1 milliard d'euros², soit 3 % des intérêts versés.

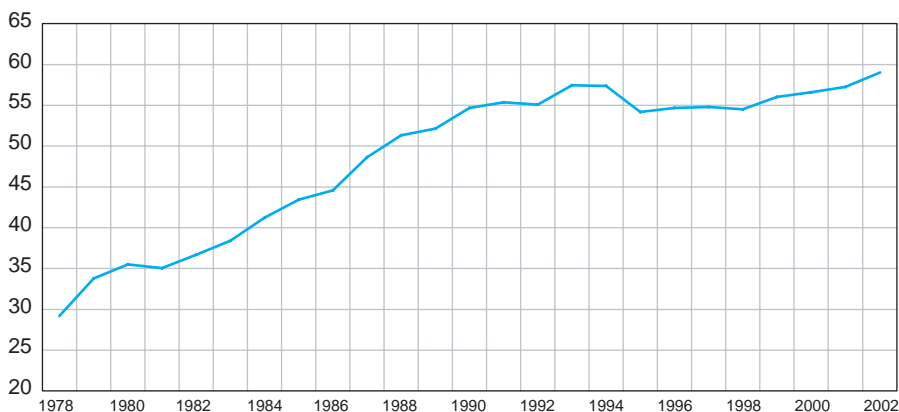
Au total, la dette des ménages³ a progressé, en 2002, de 1,8 point du revenu disponible, dont 1,5 point pour sa composante de long terme, atteignant 59 % de ce même revenu. Cet accroissement conforte une tendance apparue dès 1999, en rupture avec la relative stabilité de ce ratio autour de 55 % durant 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).

Dettes des ménages

(en % du revenu disponible brut)

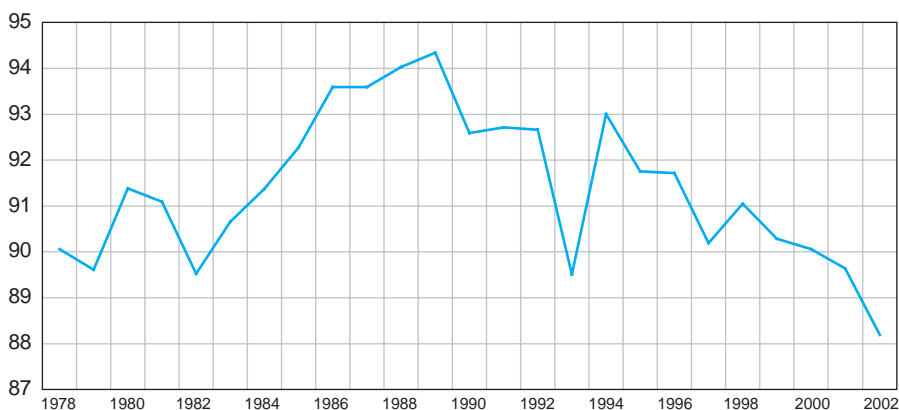


1.2. Une épargne en augmentation

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 dépensière 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 %)

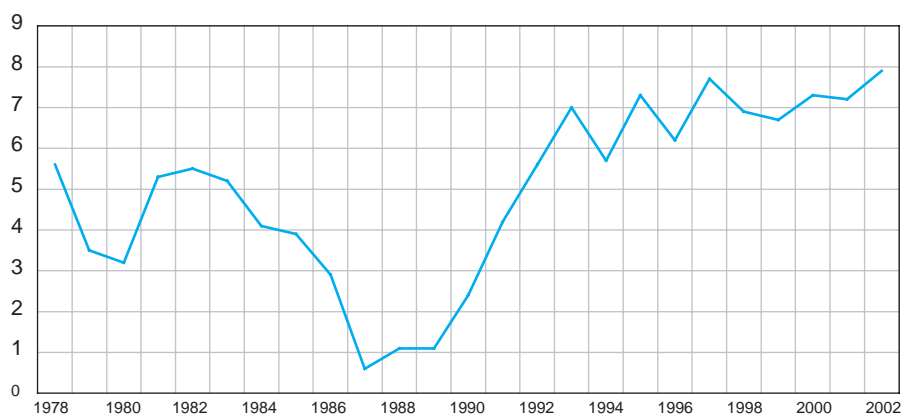


En effet, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 0,5 point en 2002, pour s'établir à 16,7 %, son niveau le plus élevé depuis 1982. Cette évolution a prolongé la hausse observée en 2001, et renoué avec la tendance du début des années quatre-vingt-dix, interrompue par la reprise économique de la seconde 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.

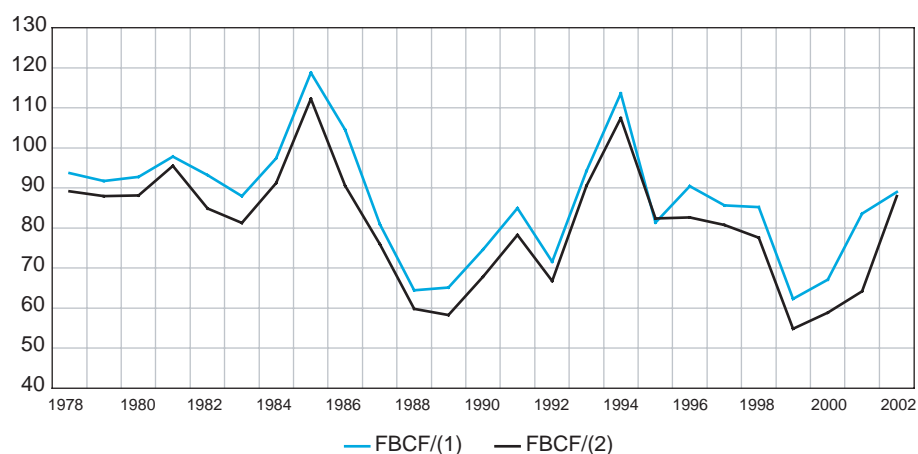
Les entreprises se sont peu endettées en 2002. Les financements par crédit bancaire et par émission de titres (TCN et obligations) ont nettement diminué. Leur rapport à la valeur ajoutée des entreprises est tombé de 14,7 % en 2001, à 5,7 % en 2002. Dans ces conditions de faible épargne et de faible endettement, 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 %)



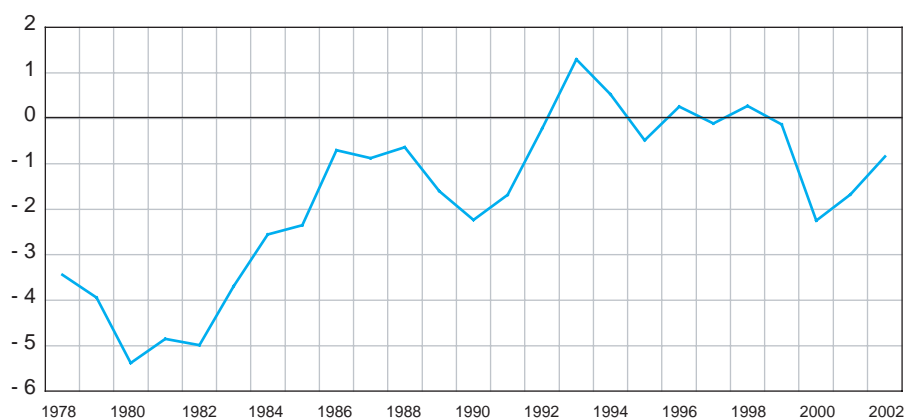
(1) Épargne et flux de crédit

(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

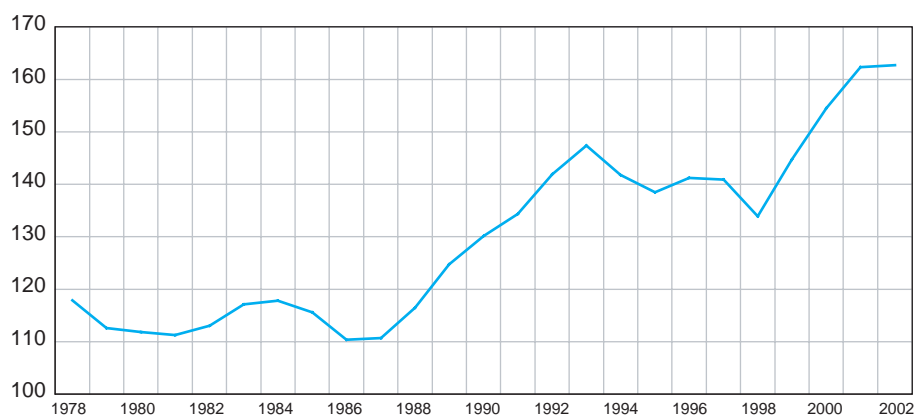
(en % du PIB)



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

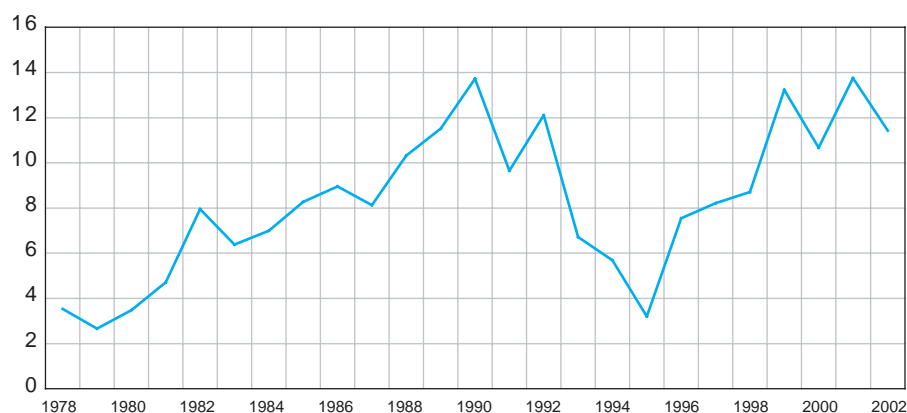
de 0,9 point de PIB en 2002, pour atteindre 5,5 %, excédant le niveau moyen de 5 % autour duquel il avait oscillé depuis la récession de 1993.

L'évolution des besoins de financement de chacun de ces secteurs s'est répercutée 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)

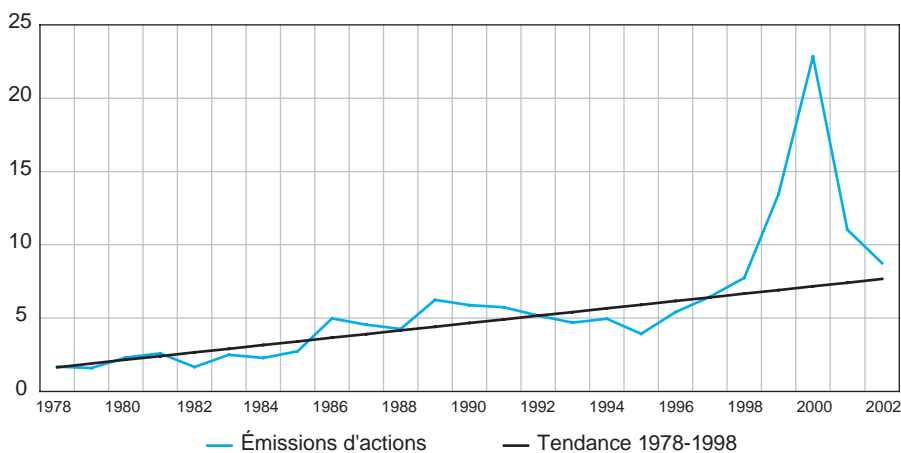


3.2. Résistance des émissions d'actions à la chute de la Bourse

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

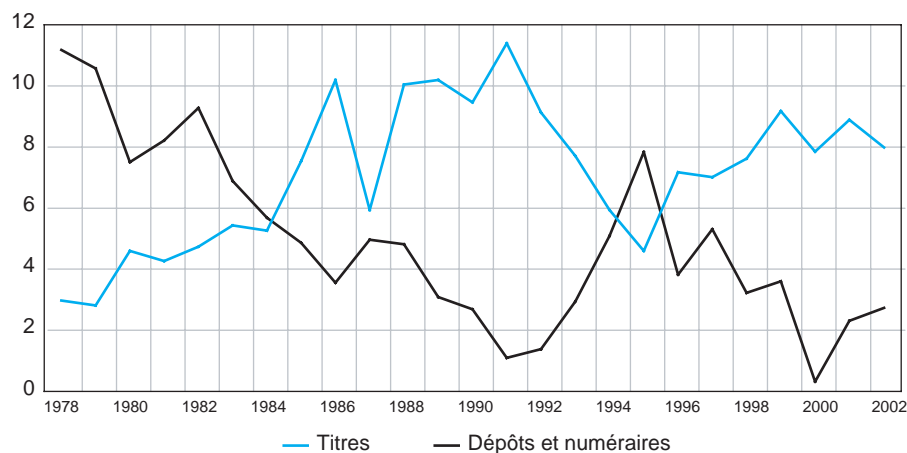
Les évolutions observées sur les marchés financiers se sont répercutées dans les flux de placements effectués par les ménages, principaux créanciers de l'économie. Ceux-ci ont encore privilégié les placements en titres, directs ou indirects⁸, plutôt que les dépôts et numéraire, dont les flux de placements 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)

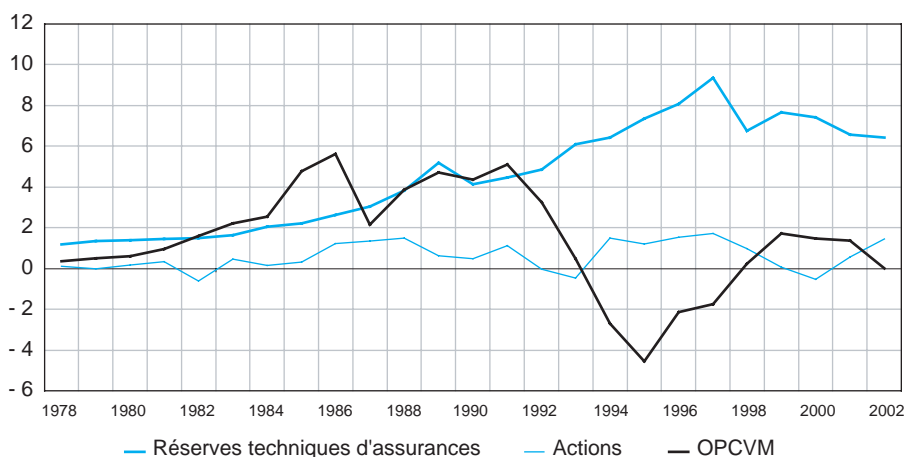


Les réserves techniques d'assurances demeurent privilégiées dans les placements en titres des ménages. Les flux, relativement stables, ont atteint 63,4 milliards d'euros en 2002, soit 6,4 % du revenu disponible des ménages, et un peu plus de 80 % de leur capacité de financement.

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

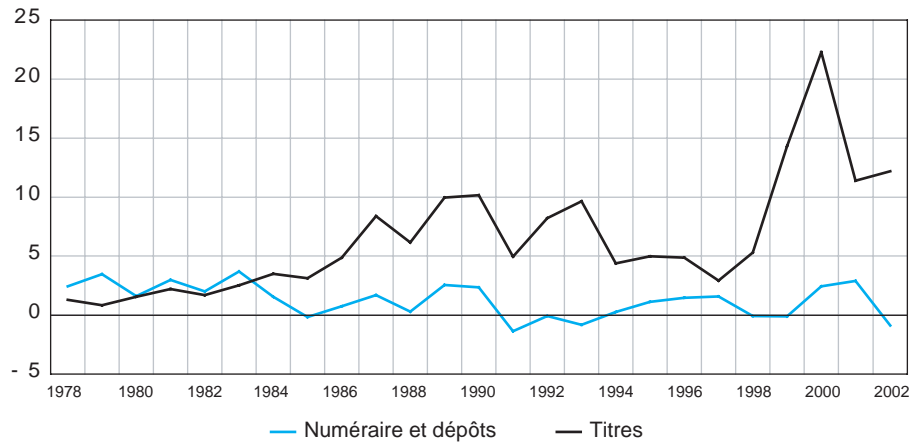
Les flux de placements des sociétés ont nettement fléchi en 2002, à 119,2 milliards d'euros, contre 225,5 milliards en 2001. Cette contraction a particulièrement touché les dépôts et le numéraire qui, après avoir fortement augmenté en 2000 et 2001, ont diminué en 2002 sous l'effet du ralentissement économique. 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

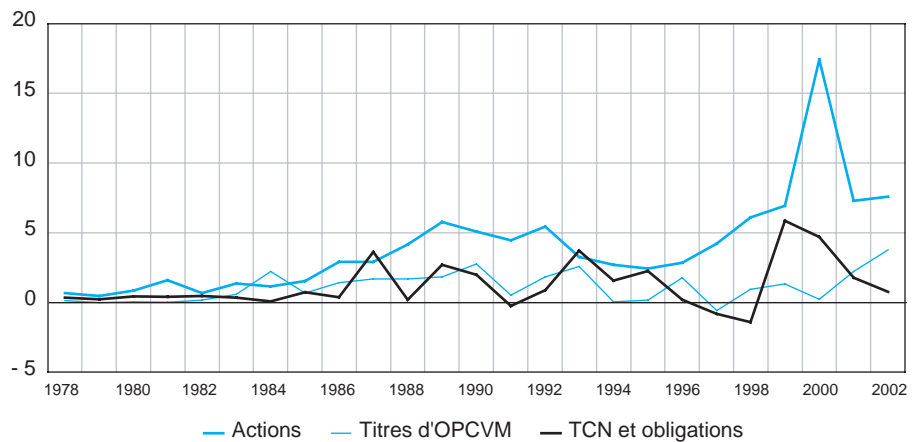
(en flux et en % de la valeur ajoutée)



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 :

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

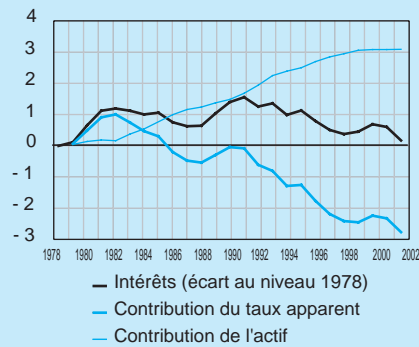
A et P désignant l'actif et le passif

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.

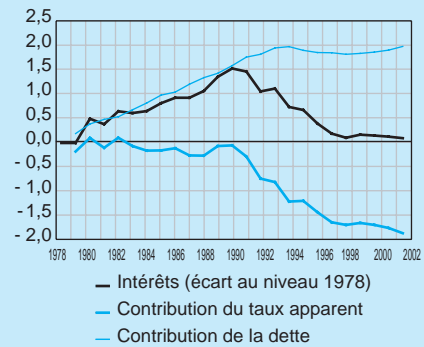
Le passif des ménages comprend les crédits à court et long termes ; celui des sociétés inclut, en outre, les titres de créances négociables et les obligations.

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.

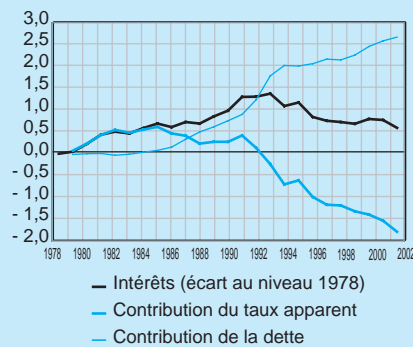
Intérêts reçus par les ménages
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



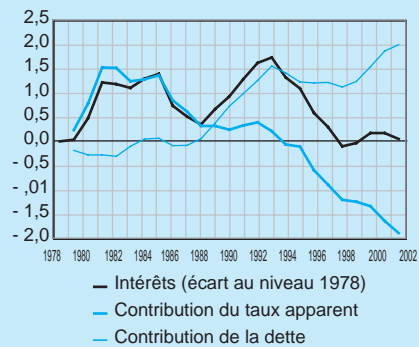
Intérêts versés par les ménages
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



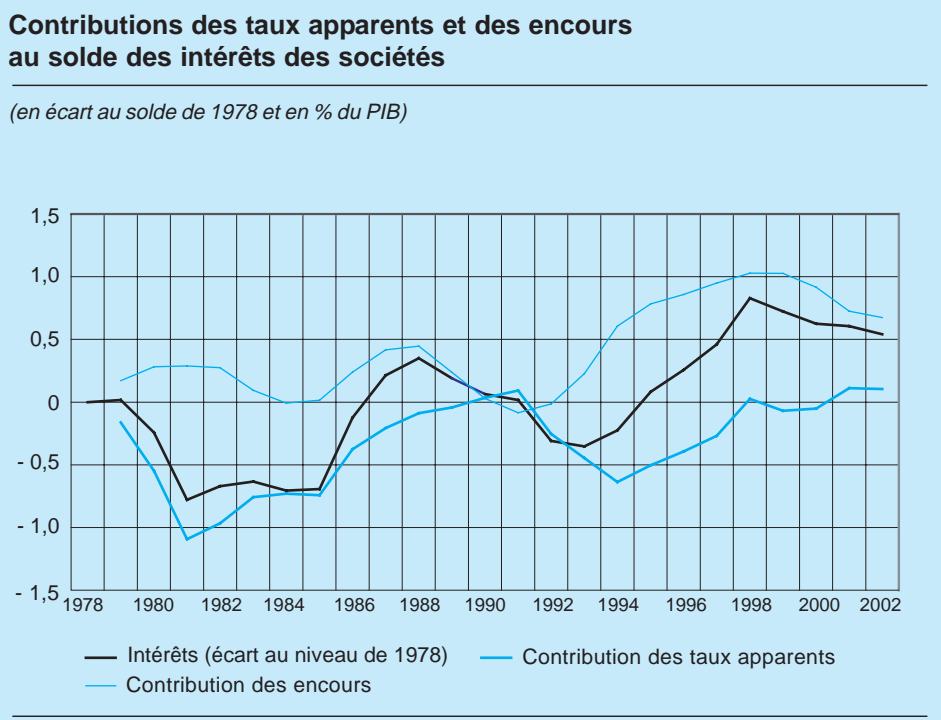
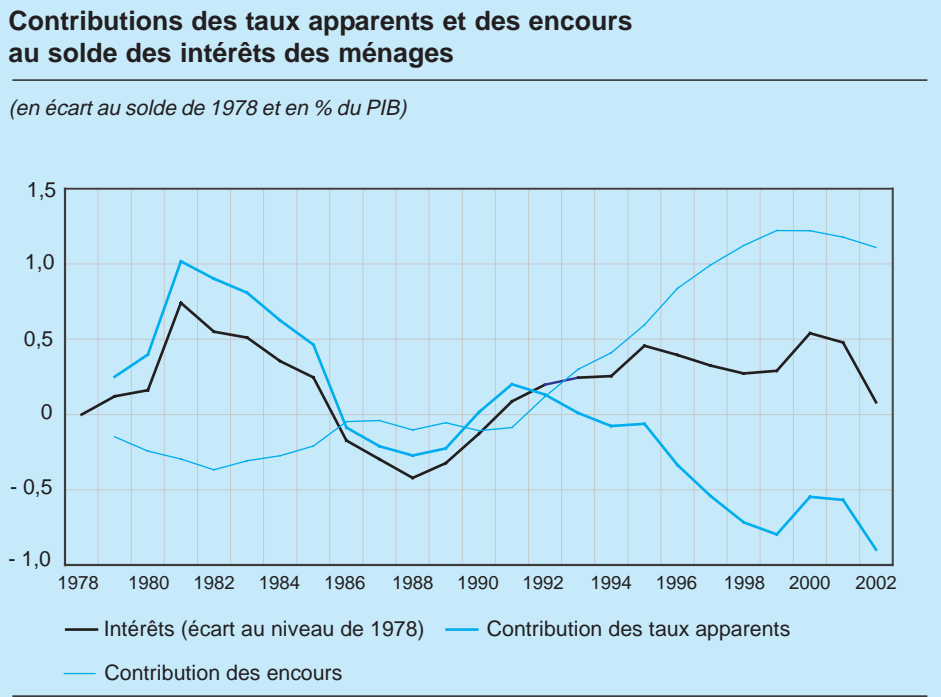
Intérêts reçus par les sociétés
(en écart au solde de 1978 et en % du PIB)



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



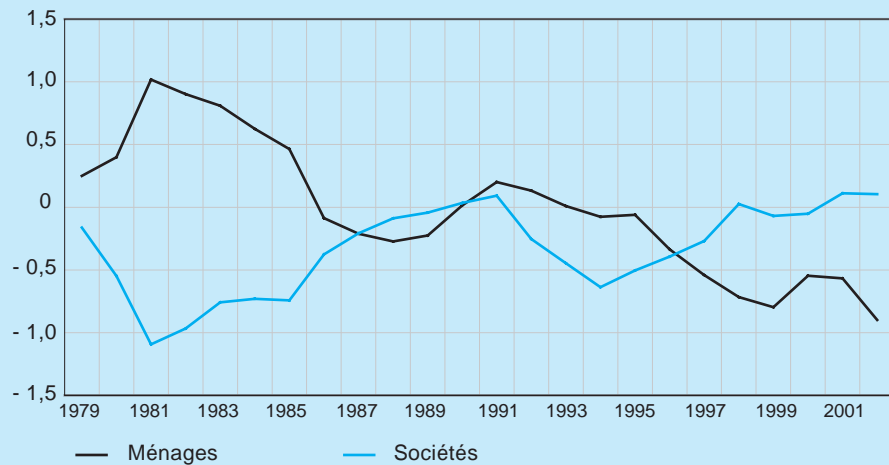
¹¹ Les taux d'intérêt apparents relatifs à l'actif des ménages et des entreprises sont minorés car leur calcul intègre la totalité de l'encours d'OPCVM alors qu'une part de ces titres est constituée d'actions donnant lieu à paiement de dividendes et non d'intérêts.



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.

