

N° 118

---

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

---

OCTOBRE 2003

---



# À PARAÎTRE

## Novembre 2003

RSF Revue de la Stabilité Financière

Novembre 2003



## Troisième numéro de la Revue de la Stabilité Financière de la Banque de France

### Sommaire

#### Avant-propos

#### Chronique

Vue d'ensemble

Environnement international et marchés

Secteur financier

#### Études

Stabilité financière et nouvel accord de Bâle

Les fluctuations des prix d'actifs peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ?

Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés

Les défis de la gestion alternative

La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit

#### Vulnérabilités et surveillance du système financier international

Séminaire monétaire international de l'IBFI

Discours d'Anne Krueger

Discours de Michel Prada

Support de réflexion et d'échanges avec les professionnels de la finance – praticiens, chercheurs et, plus généralement, l'ensemble des observateurs du système financier – la *Revue de la stabilité financière* rassemble des contributions d'unités de la Banque de France ainsi que des travaux d'autres institutions.

Cette revue est composée de deux volets. Une *chronique* propose une lecture des tendances et faits ayant marqué le système financier au cours de la période récente, en faisant ressortir les facteurs de risque ou de vulnérabilité sous-jacents aux évolutions de l'environnement international, des marchés de capitaux et du secteur financier. Elle est suivie par une série d'*articles* dont les thèmes illustrent le champ très large des questions ayant trait à la stabilité financière.

La revue, éditée en français et en anglais, est accessible gratuitement sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)). Des exemplaires sur papier peuvent être obtenus, sur demande, dans la limite des stocks disponibles.

# Sommaire

	Page
<b>Éditorial</b>	
<b>La détention des valeurs mobilières par les ménages en 2003</b>	
<b>Actualité</b>	
<b>1. La situation économique de la France</b>	1
<b>2. La monnaie, les placements et les financements</b>	13
<b>3. Les marchés de capitaux</b>	23
<b>Études</b>	
<b>Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2003</b>	33
<b>Impacts de l'élargissement sur la convergence dans l'Union européenne</b>	39
<b>Le modèle de prévision MASCOTTE pour l'économie française : principales propriétés et résultats de variantes</b>	63
<b>Le coût du crédit aux entreprises</b>	87
<b>Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i></b>	91
<b>Statistiques</b>	93

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

Achevé de rédiger le 22 octobre 2003

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



## La détention de valeurs mobilières par les ménages en 2003

Selon les résultats de la dernière enquête effectuée pour le compte de la Banque de France et d'Euronext<sup>1</sup>, 22,6 % des Français âgés de quinze ans et plus détiennent des valeurs mobilières. Encore très peu marquée il y a une vingtaine d'années, l'attention portée par les ménages français aux placements en titres est progressivement devenue significative, au point qu'on a pu observer à la fois une croissance des encours détenus et une augmentation de la diffusion des valeurs mobilières dans leur patrimoine.

Ce comportement a été encouragé, depuis vingt-cinq ans, par des politiques publiques incitatives ; en outre, les occasions d'investir offertes aux épargnants, comme les grandes introductions en bourse (privatisations, offres publiques de vente), ont exercé sur eux un attrait certain, souvent dû à la notoriété de l'émetteur. Par ailleurs, l'industrie financière a fourni, à travers les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), des véhicules de plus en plus accessibles et d'un usage commode, sécurisés par la réglementation prudentielle et la surveillance dont ils sont l'objet. Les placements en valeurs mobilières ont, enfin, bénéficié d'un climat médiatique favorable, au sein duquel la communication financière a joué un rôle déterminant. Si le regard de l'opinion publique sur la bourse a évolué, celle-ci ne passant plus pour un marché réservé aux spécialistes, c'est aussi en raison des efforts accomplis par les autorités de contrôle, les entreprises de marché et les organismes professionnels pour en faire un marché régulé et surveillé.

C'est dans ce contexte que le nombre de Français détenteurs de valeurs mobilières a augmenté pour la deuxième année consécutive, atteignant 10,2 millions en mai 2003, après 9,8 millions en 2002 et 8,9 millions en 2001. Le nombre de détenteurs d'actions cotées<sup>2</sup>, quasiment multiplié par deux depuis 1992, a connu depuis dix ans une progression souvent heurtée et quelque peu imprévisible : les phases d'expansion (en 1994, puis en 2001 et 2002) ont alterné avec les phases de recul ou de pause ; paradoxalement, l'augmentation la plus manifeste ne s'est pas produite durant la période de vive hausse des marchés boursiers (1999-2000) mais, au contraire, au cours de la période qui a suivi (2001-2003), celle-ci ayant été caractérisée par une baisse prolongée des cours des actions. De fait, l'accroissement du nombre de détenteurs d'actions cotées semble avoir été davantage lié aux introductions en bourse de grande envergure qu'aux espérances de plus-values à court terme. En revanche, dans un marché incertain, les actionnaires individuels ont souvent limité les mouvements sur les comptes-titres et, dans l'ensemble, conservé leurs portefeuilles en l'état, le seul fléchissement notable concernant les portefeuilles les plus importants (15 000 euros et plus). Les petits investisseurs ont donc peu contribué à l'accroissement de la volatilité, encore perceptible, il y a un an, sur les marchés d'actions.

1 Cf. l'article *Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2003* figurant en pages « Études »

2 Le sondage ne permet pas de dénombrer les détenteurs d'actions non cotées dont on sait, par les comptes nationaux, qu'ils ont accru leurs encours en 2002 en procédant à des acquisitions d'un niveau élevé.

Parallèlement, on observe que la diffusion de l'actionnariat des salariés atteint désormais un niveau significatif : 1,9 % des Français âgés de quinze ans et plus déclarent détenir des actions de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, directement ou à travers un fonds commun de placement d'entreprise.

Ces dernières années ont également vu une remontée du nombre de détenteurs de titres d'OPCVM : ils étaient 5,3 millions en mai 2003, contre 4 millions en 1997. Contrairement à la progression enregistrée pour la diffusion d'actions cotées, celle-ci est régulière et continue depuis 1998, grâce notamment à des produits spécifiques (SICAV PEA, OPCVM garantis ou assortis d'une protection) dont le nombre de détenteurs a augmenté sensiblement.

En revanche, avec la diminution de l'activité de placement des obligations auprès des particuliers, le nombre de détenteurs d'obligations n'a quasiment pas cessé de baisser depuis neuf ans. Il n'atteint plus que 1,4 million en mai 2003, après 1,7 million en 2002, alors qu'il s'élevait encore à 3,6 millions en 1994.

Au total, les résultats du sondage sur les placements financiers des Français rendent compte d'une augmentation du nombre de détenteurs pour les produits jugés les plus sûrs (OPCVM de taux ou garantis) et d'un comportement prudent, axé sur le long terme, face aux fortes corrections des marchés d'actions. Enfin, ils signalent l'émergence d'un actionnariat de proximité au travers de la progression de l'épargne salariale, avec la détention par le salarié d'actions de son entreprise.

## 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 détaillés des comptes trimestriels publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut (PIB) s'est contracté de 0,3 % au deuxième trimestre 2003 (chiffre non révisé), après une hausse de 0,1 % au premier (chiffre révisé à la baisse de 0,1 point). En glissement annuel, à la fin du deuxième trimestre 2003, le PIB se contracte de 0,3 % (chiffre revu à la baisse de 0,3 point), contre + 0,7 % au trimestre précédent (revu de - 0,3 point), et + 1,5 % un an auparavant.

La publication des résultats définitifs des comptes trimestriels a confirmé la faiblesse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, tout en atténuant leur recul. En effet, par rapport à la précédente publication, la consommation des ménages a été revue à la hausse de 0,2 point, ce qui lui permet

d'afficher une stabilité sur le trimestre, et l'investissement des entreprises est revu de + 0,4 point, à - 0,2 %.

L'investissement total a stagné (après une très légère progression, de 0,1 %, au cours du trimestre précédent). En outre, les échanges extérieurs ont, comme au trimestre précédent, pesé sur la croissance (- 0,2 point, après - 0,7 point au premier trimestre) comme les variations de stocks qui ont contribué négativement (- 0,2 point) à la croissance du PIB, mouvement attendu après le rebond du trimestre précédent.

Les diverses révisions apportées à la croissance ont réduit l'acquis de croissance pour l'année 2003 à la fin du deuxième trimestre de 0,2 point, à - 0,1 %.

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

#### **Le produit intérieur brut et ses composants**

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

*(variations trimestrielles en %)*

	2002				Année	2003				Acquis
	T1	T2	T3	T4		T1	T2	T3	T4	
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	0,2	<b>- 0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>- 0,3</b>			<b>- 0,1</b>
Importations	1,6	1,1	0,8	- 0,5	0,8	0,1	0,2			0,6
Dépenses de consommation des ménages	0,3	0,5	0,4	0,3	1,5	0,7	0,0			1,3
Dépenses de consommation des APU	1,4	1,2	0,7	0,6	4,1	0,4	0,2			1,6
FBCF totale	- 0,2	- 0,3	- 0,7	- 1,1	- 1,4	0,1	0,0			- 1,0
<i>dont FBCF des SQS et EI</i>	<i>- 0,4</i>	<i>- 1,3</i>	<i>- 0,9</i>	<i>- 1,6</i>	<i>- 2,8</i>	<i>0,0</i>	<i>- 0,2</i>			<i>- 2,1</i>
<i>FBCF des ménages</i>	<i>0,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,1</i>	<i>- 0,2</i>	<i>0,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>			<i>0,8</i>
Exportations	1,7	2,4	0,3	- 0,7	1,3	- 2,2	- 0,6			- 2,4
Stocks (en milliards d'euros 1995)	0,32	- 0,47	- 0,16	- 1,16	- 1,47	- 0,24	- 0,88			-
<b>Contributions à la croissance</b>										
Solde extérieur	0,0	0,4	- 0,2	- 0,1	0,2	- 0,7	- 0,2			- 0,9
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,5	0,3	0,1	1,4	0,5	0,1			0,9
Variation de stocks	0,2	- 0,2	0,1	- 0,3	- 0,3	0,3	- 0,2			- 0,1

Source : INSEE (comptes trimestriels)

#### *L'activité industrielle s'est repliée en août*

En août, la production industrielle a baissé de 0,9 % en raison d'une contraction de toutes ses composantes, à l'exception des industries

agroalimentaires, qui sont restées stables. Cette évolution était globalement attendue, l'activité industrielle, ayant, notamment, été affectée par la canicule. La production manufacturière a reculé de 0,8 % sur le mois.

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

L'accélération de la croissance américaine a été confirmée par une nouvelle révision des comptes nationaux du deuxième trimestre de 2003. Le PIB a en effet progressé de 3,3 % en termes annualisés, contre 3,1 % en deuxième estimation (2,4 % en première estimation) et 1,4 % au premier trimestre de 2003. La consommation privée est demeurée vigoureuse : les dépenses des ménages (volume, cvs) ont augmenté de 0,5 % en août après 0,7 % en juillet. Cette bonne tenue de la consommation privée devrait être renforcée par l'amélioration des conditions du marché du travail : le nombre des emplois a en effet augmenté de 57 000 unités en septembre, après 41 000 destructions nettes d'emplois en août, le taux de chômage demeurant toutefois inchangé à 6,1 %. Les dépenses en construction (valeur, cvs) ont progressé, en août, de 4,0 % sur un an, après 2,6 % en juillet. Toutefois, la plupart des indices de confiance se sont repliés en septembre : les indices ISM manufacturier et non manufacturier, notamment, ont baissé, à 53,7 et 63,3 points, après respectivement 54,7 et 65,1 points, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board revenant par ailleurs de 81,7 points en août, à 76,8 points. La hausse des prix à la consommation s'est élevée à 2,3 % sur un an en septembre.

Au Japon, les indicateurs sont également contrastés. En août, la production industrielle a été révisée à la baisse de 0,2 point, à -0,7 % sur le mois (+0,5 % le mois précédent) et les commandes de biens d'équipement du secteur privé ont diminué de 4,3 % sur le mois, après -3,1 % en juillet. En revanche, les dépenses de consommation des ménages (volume, cvs) ont augmenté de 1,1 % en août, après avoir diminué de 3,9 % en juillet, et les ventes de véhicules ont progressé en septembre de 1,5 % sur l'année (-3,1 % en août) ; en outre, l'indice composite des PMI du secteur manufacturier de septembre a poursuivi sa progression, à 53 points, contre 52,5 en août. Selon l'enquête TANKAN de septembre, les prévisions de dépenses d'investissement des entreprises s'inscrivent en forte hausse par rapport aux précédentes enquêtes, à +2,2 % (valeur) entre avril 2003 et mars 2004. Pour ce qui est des évolutions nominales, le recul des prix à la consommation s'est poursuivi, à -0,1 % sur un an en août, après -0,2 % le mois précédent. La masse monétaire (M2+ CDs) a retrouvé en septembre son rythme de progression de juillet, à 1,8 % sur un an, après 2 % en août. Enfin, les excédents extérieurs sont demeurés importants en août, tant pour la balance commerciale (5,9 milliards d'euros) que pour les transactions courantes (10,9 milliards d'euros).

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB pour le deuxième trimestre de 2003 a été révisée à la hausse, de 0,3 % à 0,6 % sur le trimestre, et de 1,8 % à 2,0 % sur un an (0,2 % et 1,8 % au premier trimestre 2003). En août, les ventes au détail ont confirmé la bonne orientation de la demande intérieure, avec une hausse de 3,8 % sur un an, soit 0,2 % de plus sur le mois (-0,5 % en juillet). Si la production manufacturière a diminué en août (-0,6 % sur le mois, et -0,8 % sur un an, contre 0,3 % en juillet), les indices PMI manufacturier et surtout non manufacturier ont toutefois continué de progresser en septembre, à respectivement 52,9 et 58,7. Le taux de chômage au sens du BIT sur la période de mai à juillet, est resté stable à 5,1 %. Enfin, la hausse des prix est demeurée contenue : l'indice harmonisé des prix à la consommation a en effet décéléré sur un an de 1,4 % en juillet à 1,3 % en août, l'indice national (RPI) passant de 2,9 % à 2,8 %. Le déficit du solde de la balance des transactions courantes s'est fortement aggravé, passant de 0,9 % du PIB au premier trimestre 2003, à 3,2 % au deuxième trimestre.

Dans la zone euro, les indicateurs avancés ont confirmé en septembre leur tendance haussière : le redressement des indices PMI s'est ainsi poursuivi de façon assez nette, à 53,6 dans le secteur des services et à 50,1 dans le secteur manufacturier. L'enquête de confiance de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise dans l'industrie indique également en septembre une amélioration des anticipations, le solde d'opinion passant de -11 points en août, à -9 points. En revanche, l'indice de confiance des ménages s'est stabilisé à -17 points. Sur un an, les ventes au détail sont demeurées inchangées en juillet (+0,7 % en juin). Le taux de chômage, s'est établi à 8,8 % en juillet comme en août. En septembre, l'inflation a atteint 2,1 % sur un an, comme en août. Les coûts horaires de la main d'œuvre dans l'ensemble de l'économie ont accéléré à 2,9 % sur un an au deuxième trimestre 2003, après 2,7 % au premier trimestre. En août, la masse monétaire M3, bien qu'en décélération, a continué de progresser à un rythme annuel soutenu (8,2 %, après 8,6 %). S'agissant des échanges extérieurs, l'excédent commercial cumulé sur les sept premiers mois de l'année est revenu de 54 milliards d'euros en 2002, à 34,2 milliards sur la même période de 2003.

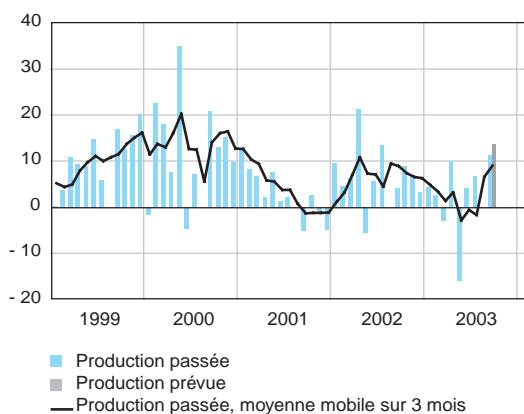
La baisse de la production d'énergie (- 1,8 % en août, après - 1,3 % en juillet) apparaît comme une nouvelle correction après la très forte hausse enregistrée en juin (+ 3,2 %). Par ailleurs, cette évolution confirme qu'aucun surcroît de croissance dû à une hausse de la production énergétique, en raison de la canicule, n'est à attendre au troisième trimestre.

Au total, l'acquis de croissance de la production industrielle totale et celui de la production manufacturière sont de - 0,3 % fin août (après, respectivement, - 1,1 % et - 0,7 % le trimestre précédent). Ces acquis négatifs reflètent essentiellement celui des biens intermédiaires (- 1,2 %), partiellement compensé par l'orientation favorable des biens de consommation (acquis pour le troisième trimestre de 2,0 %).

L'activité industrielle s'est redressée en septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France. Les progrès ont été surtout sensibles dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires.

## La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

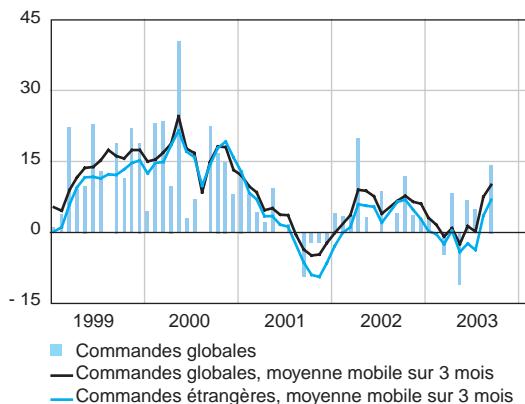


Tiré surtout par les commandes intérieures, le courant de commandes nouvelles s'est raffermi, notamment dans les biens de consommation.

Les carnets de commandes apparaissent mieux garnis, même s'ils demeurent inférieurs à la normale.

## Les commandes dans l'industrie

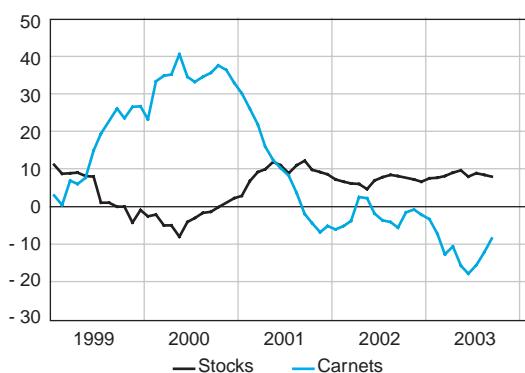
(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis sont encore un peu supérieurs au niveau désiré.

## Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



*L'activité est demeurée stable dans les services marchands, tandis qu'elle s'est améliorée dans le secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP)*

En septembre, selon l'enquête de la Banque de France, l'activité des services marchands (exprimée en données brutes) est demeurée stable par rapport à juillet et à un an d'intervalle.

Selon l'enquête de la Banque de France portant sur le troisième trimestre 2003, l'activité est restée stable dans le secteur du BTP et ressort toujours en recul par rapport à l'année précédente.

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des mois de juin, juillet et août a augmenté de 4,2 % en données brutes par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés a également progressé (7,6 % en données brutes) sur cette période. L'évolution des locaux non résidentiels mis en chantier apparaît toujours un peu moins favorable (- 6,0 % par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente), notamment pour les bâtiments industriels (- 12,6 %).

#### *Le comportement de consommation des ménages devrait s'améliorer en septembre*

La consommation des ménages en produits manufacturés s'est fortement repliée en août (- 2,7 %), après deux mois consécutifs de hausse (1,1 % en juillet, et 0,8 % en juin, chiffre révisé de + 0,3 point). En glissement annuel, les dépenses de consommation des ménages ont diminué, en août, de 1,7 %. La hausse du mois de juillet provient essentiellement de la forte croissance, sur ce mois, des dépenses des ménages en biens d'équipement du logement (+ 4,9 %). Ce mouvement a été plus que compensé, en août, par la nette baisse des achats de textile-cuir (- 8,9 %, après + 2,3 % en juillet), liée aux conditions climatiques exceptionnelles, et par le repli de 1,7 % du poste « autres produits manufacturés ».

Au total, à la fin du mois d'août, l'acquis de croissance des dépenses des ménages en produits manufacturés est négatif (- 0,7 %).

Sur l'ensemble du troisième trimestre, la variation de cette composante de la consommation totale devrait cependant être moins défavorable.

En effet, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale a marqué, en septembre, une amélioration sensible par rapport aux mois précédents.

Après correction des jours ouvrables et des variations saisonnières, le volume des ventes a progressé de 5,3 %. Comparées à septembre 2002 — mois qui comportait le même nombre de samedis et un jour ouvrable de moins —, les transactions ont augmenté de 3,9 % (après une variation annuelle de - 5,1 % en août).

En septembre, les immatriculations de voitures particulières neuves ont augmenté de 8,8 % en données cvs-cjo (après - 10,6 % en août) mais diminué de 3 % sur un an. Sur l'ensemble du troisième trimestre, elles s'inscrivent en légère baisse, à - 0,2 %, après - 1,4 % le trimestre précédent, ce qui devrait peser pour environ 0,4 point sur la consommation totale des ménages (les achats d'automobiles représentant 6,3 % des dépenses de biens et services).

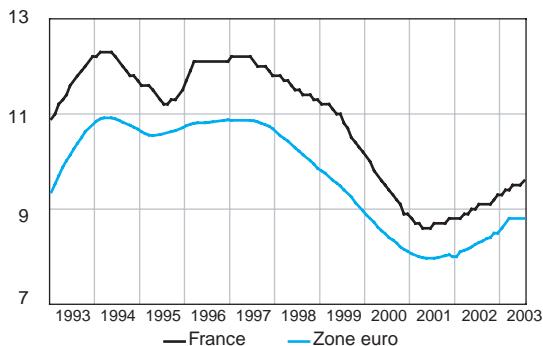
Par ailleurs, selon l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages est demeuré inchangé en septembre, pour le quatrième mois consécutif, à - 27. Le solde relatif aux perspectives d'évolution du niveau de vie en France s'est amélioré, de même que l'opinion sur l'évolution future du chômage. Toutefois, les jugements relatifs à l'opportunité d'acheter et d'épargner se sont dégradés.

Parallèlement, le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), est resté stable en août, à 9,6 % de la population active. Sur un an, il a progressé de 0,5 point (comme en juillet) contre 0,4 en août 2002. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a diminué de 0,5 % sur le mois (soit 13 000 personnes), après + 0,8 % en juillet. Sur un an, il a augmenté de 5,6 % (137 000 personnes), contre 6,3 % en août 2002.

Le taux de chômage de la zone euro est resté inchangé en août par rapport à juillet, à 8,8 % de la population active.

#### Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



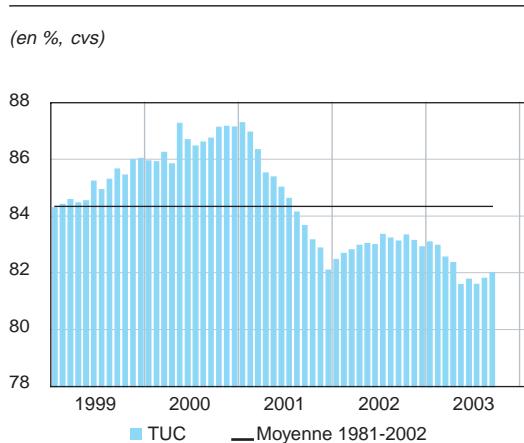
Sources : Dares et Eurostat

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

D'après 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 marquée dans l'industrie automobile (prévision revue de 12 % à 2 %).

Selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de septembre, l'utilisation des capacités de production a été un peu plus forte, mais reste inférieure à sa moyenne de longue période.

**Taux d'utilisation des capacités de production (TUC)  
dans l'industrie**



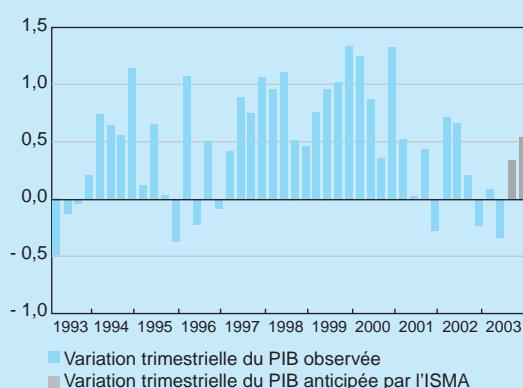
Au total, sur l'ensemble de l'année 2003, la croissance devrait rester très modérée (0,2 % en moyenne annuelle, selon la Banque de France et l'INSEE). Néanmoins, l'amélioration des perspectives de production des chefs d'entreprise permet d'anticiper une légère amélioration de la croissance en fin d'année.

**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 inchangée) et de 0,5 % au quatrième. Cette première estimation pour le quatrième trimestre s'appuie largement sur les perspectives de production envisagées par les chefs d'entreprise interrogés.*

*Sous ces hypothèses, la croissance en moyenne annuelle atteindrait 0,2 %, et l'acquis pour 2004 serait de 0,5 %.*

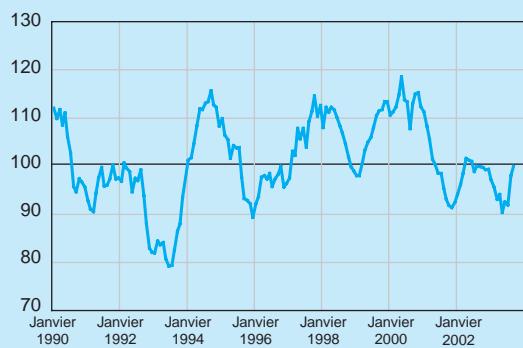
**Évolution de l'ISMA et du PIB**



*L'indicateur du climat des affaires a nettement rebondi en septembre, retrouvant son niveau moyen de longue période (contre 92 en juillet et 100 un an auparavant).*

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

*(100 = moyenne de longue période)*



## 1.2. L'évolution des prix

### Baisse des cours du pétrole en septembre

En septembre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris pétrole, a diminué de 3,9 % en euros (– 7,3 % sur un an) et de 3,2 % en dollars (+ 5,9 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar (+ 0,7 %), s'établissant à 1,12 dollar.

L'indice du pétrole, en euros, a baissé de 9,7 % en septembre (– 16,5 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a fléchi de 9,1 % sur le mois, cotant 27,12 dollars en moyenne (– 4,5 % sur un an).

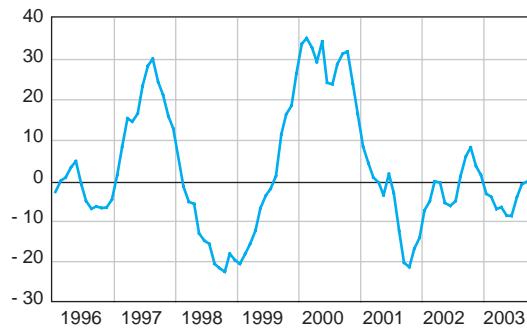
Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros a augmenté de 2,1 % par rapport au mois précédent (– 0,2 % sur un an).

Les indices partiels du coût des produits alimentaires et des produits agricoles à usage industriel ont crû de, respectivement, 5,7 % et 3,6 %, tandis que celui des produits minéraux a diminué de 0,3 %.

En dollars, l'indice hors pétrole a enregistré une hausse de 3,0 % sur le mois (+ 13,9 % sur un an).

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

(en glissement annuel, en %)



### Faible progression des prix de production dans l'industrie

En août, les prix de production dans l'industrie ont progressé de 0,2 %, après une hausse de 0,1 % en juillet, en augmentation de 0,5 % sur un an.

Dans l'industrie manufacturière, les prix de production se sont stabilisés en août (après – 0,2 % en juillet). Ils sont également stables en glissement annuel.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle ont augmenté de 0,2 % en août 2003 par rapport au mois précédent.

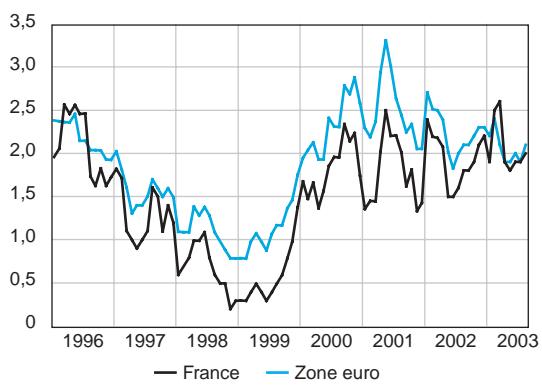
### La hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé français a atteint 2,3 % en glissement annuel en septembre

En septembre 2003, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français a progressé de 0,5 % par rapport au mois précédent. Sur un an, il s'est accru de 2,3 % (après une hausse de 2,0 % le mois précédent) contre 1,8 % un an auparavant.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel a augmenté de 1,9 % en juillet à 2,1 % en août, comme en septembre.

### Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

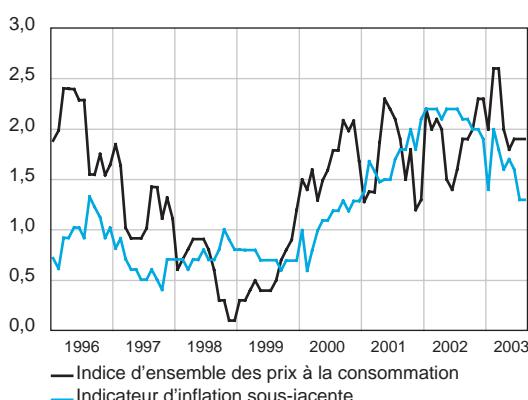
En septembre, l'indice national des prix de détail (IPCN) a augmenté en France de 0,5 % d'un mois à l'autre (après 0,2 % en août 2003 et en septembre 2002), et de 2,2 % en glissement annuel, après 1,9 % le mois précédent, et 1,8 % en septembre 2002. En données corrigées des variations saisonnières, l'indice progresse de 0,3 % sur un mois et de 2,2 % sur un an.

En septembre, la progression de l'indice d'ensemble provient essentiellement du net renchérissement de l'alimentation, lié à la forte hausse des prix des légumes frais due à la sécheresse estivale, et de l'augmentation des prix des produits manufacturés, notamment ceux de l'habillement-chaussures. La baisse des prix des transports et communications et celle des prix des produits et des services de santé ont légèrement atténué cette hausse.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,5 % en septembre, après 0,1 % en août (1,7 % en glissement annuel, contre 2,1 % en septembre 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 43 principaux partenaires<sup>1</sup> s'est établi à 93,6 en septembre 2003 (par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987), s'inscrivant, pour le troisième mois consécutif, en retrait par rapport au pic enregistré en juin 2003.

Par rapport aux partenaires de l'Union monétaire, l'indice de compétitivité de la France n'a pratiquement

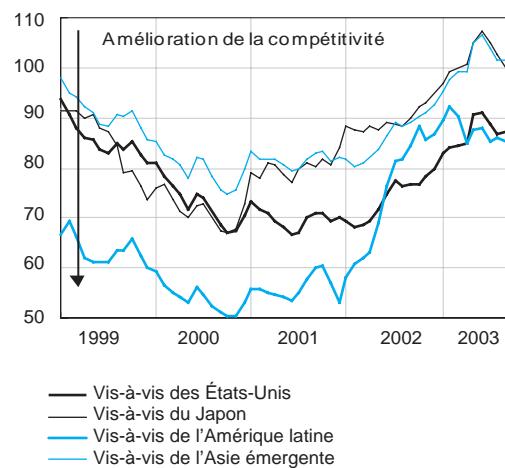
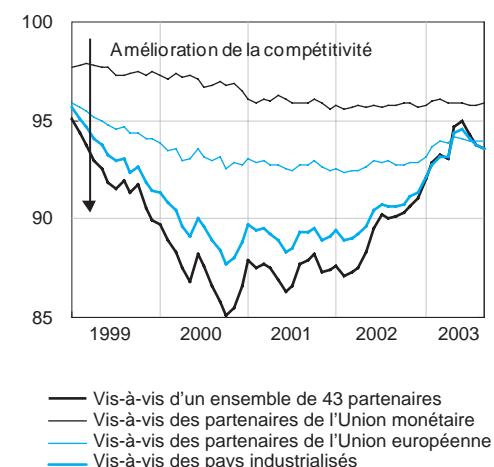
pas varié depuis le début de l'année 2001. Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne, l'indice a eu tendance à se stabiliser depuis la fin du premier trimestre.

À l'égard des États-Unis, du Japon et des pays de l'Asie émergente, les indices de compétitivité de l'économie française ont amorcé, en juillet, un mouvement de repli qui contraste avec leur progression marquée tout au long des douze mois précédents. De son côté, l'indice vis-à-vis des pays de l'Amérique latine s'est maintenu sur la tendance baissière qui est la sienne depuis le début de l'année 2003.

#### Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



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

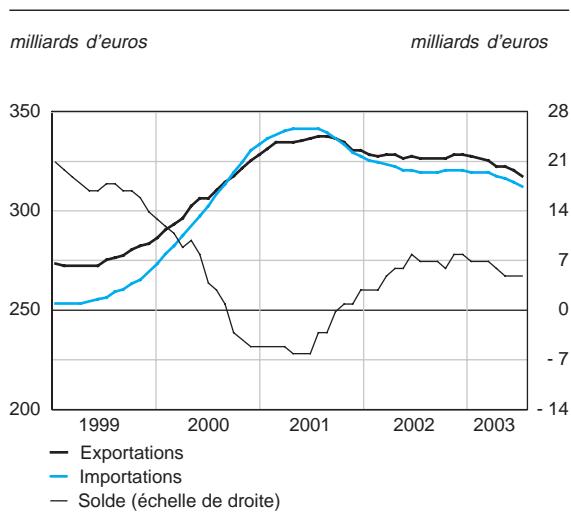
<sup>1</sup> Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

## 1.4. Le commerce extérieur en août 2003

Le solde mensuel a été excédentaire, en données cvs, de 0,8 milliard d'euros, après 1,2 milliard en juillet (révisé). En données brutes, il est déficitaire de 0,3 milliard, contre un excédent de 1,7 milliard en juillet.

Sur les huit premiers mois de l'année, le solde cumulé a atteint 2,7 milliards d'euros, en retrait de 3,4 milliards par rapport à la période correspondante de 2002.

### Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Les exportations se sont contactées de 1,9 % par rapport à juillet, après deux mois de légère hausse, tandis que les importations ont stagné, à 24,9 milliards, niveau le plus bas observé depuis trois ans.

Par produits, les exportations de biens intermédiaires se sont tassées de 5 %. Les ventes de biens d'équipement ont poursuivi leur repli régulier (- 10 % depuis septembre 2002). S'agissant des exportations d'automobiles, le montant élevé observé depuis juillet s'explique par le rattrapage des livraisons qui n'avaient pu être effectuées en mai et juin.

À l'importation, seuls les achats de produits de l'industrie automobile sont restés bien orientés (+ 4,7 %), proches de leur record. Les approvisionnements de produits énergétiques se sont

maintenus, effaçant en deux mois la forte baisse enregistrée en mai et juin.

Géographiquement, le solde avec les pays de l'Union européenne et de la zone euro, notamment l'Allemagne, s'est replié, sous l'effet conjugué d'une hausse des importations et d'une baisse des exportations.

Avec les États-Unis, l'augmentation de l'excédent a principalement résulté d'un nouveau tassemement des importations.

## 1.5. La balance des paiements

### 1.5.1. Les résultats en août 2003

Le *compte de transactions courantes* a affiché un excédent de 2,3 milliards d'euros en données cvs, en hausse par rapport à celui du mois de juillet (1,2 milliard). En données brutes, l'excédent a également progressé, à 1,9 milliard d'euros (après un quasi-équilibre le mois précédent).

En ligne avec les tendances observées depuis plusieurs mois, le solde des *biens* a fait apparaître un léger excédent en données cvs, à la suite d'une légère reprise des échanges par rapport à juillet 2003 (+ 2,1 % en recettes, + 1,6 % en dépenses), les flux s'étant, en revanche, repliés par rapport à août 2002 (- 4,3 % en recettes, - 0,9 % en dépenses).

L'excédent cvs des *services* s'est accru de 0,3 milliard d'euros par rapport à juillet, à 1,5 milliard. Après plusieurs mois de recul, les recettes se sont légèrement redressées (+ 1,6 %), tandis que les dépenses ont continué de s'affaiblir (- 3,2 %). Les recettes cvs de *voyages* ont augmenté de 4,5 %, effaçant leur repli de juillet, en restant néanmoins inférieures à leur niveau moyen mensuel du premier trimestre. Exprimées en données cvs, les dépenses des résidents français à l'étranger ont également rebondi en août (+ 4 %, après - 3,1 % en juillet), mais la modification, depuis quelques mois, du mode de collecte des données (remplacement des déclarations d'échanges de billets par une enquête de panel auprès des ménages) pourrait avoir perturbé le processus de désaisonnalisation.

L'excédent des *revenus*, qui s'était nettement redressé en données cvs au mois de juillet 2003, à 1 milliard d'euros, contre 0,4 milliard en juin, a de nouveau légèrement progressé, à 1,2 milliard d'euros.

Les *transferts courants* nets à destination de l'étranger, toujours exprimés en données non corrigées des variations saisonnières, se sont accrus de 0,4 milliard d'euros par rapport à août 2002, à -1,8 milliard, sous l'effet, notamment, d'une hausse des versements de la France aux institutions de l'Union européenne.

Au mois d'août 2003, le *compte financier* a enregistré des sorties nettes de capitaux à hauteur de 5,1 milliards d'euros.

Le solde des investissements directs, créateur de 2,6 milliards d'euros le mois précédent, a affiché un solde débiteur de 5,7 milliards en août. Notamment sous l'effet d'une reprise des opérations en capital social, les *investissements directs* français à l'étranger ont presque doublé, à 6,7 milliards d'euros, se situant aux deux tiers hors de la zone euro. En revanche, les investissements directs étrangers en France n'ont pas dépassé 1 milliard d'euros, dont près de la moitié sous forme d'investissements immobiliers.

Les *investissements de portefeuille* se sont traduits par des entrées de capitaux de 4,6 milliards d'euros en août 2003. Les résidents ont cédé des titres de dette étrangers à hauteur de 5,4 milliards d'euros, mais acheté des actions pour 1,6 milliard. Contrairement au premier semestre, durant lequel ils avaient acquis des valeurs françaises pour des montants élevés, les non-résidents n'ont que faiblement accru leur exposition sur les titres français en août, comme en juillet. En l'absence d'émission de titres publics à long terme au mois d'août, ils ont notamment cédé des valeurs du Trésor pour le deuxième mois consécutif.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) se sont traduits par des sorties nettes de 1,1 milliard d'euros, la progression de 6,7 milliards des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM) résidentes vis-à-vis de l'étranger ayant été plus que compensée par une hausse des avoirs nets des autres secteurs.

En cumul sur les huit premiers mois 2003, le *compte de transactions courantes* a dégagé un excédent de 8,8 milliards d'euros en données brutes, en repli marqué par rapport au solde de la période comparable de l'année 2002 (18,3 milliards).

Du fait d'un repli plus marqué des exportations que des importations, l'excédent des *biens* a décru de 4,1 milliards d'euros par rapport aux huit premiers mois 2002, à 2,1 milliards.

Hors voyages, le solde des *services* a reculé de moitié, s'établissant à 1,7 milliard d'euros. Les recettes ont fléchi de 5 %, alors que les dépenses se sont globalement maintenues (+ 0,5 %). Les postes à l'origine de ces évolutions défavorables sont en premier lieu les transports aériens (- 8,4 % pour les recettes, et solde en repli de 0,3 milliard d'euros, à 0,2 milliard), sous l'effet du conflit en Irak, des craintes d'attentats terroristes et de l'épidémie de SRAS, et les « autres transports » (- 10 % pour les recettes et un solde en repli de 0,6 milliard d'euros, à 0,1 milliard), en liaison avec la forte réduction des lancers spatiaux depuis Kourou et avec le recul des échanges de marchandises, qui a notamment affecté le transport routier. En deuxième lieu, les services de construction ont vu leurs recettes décliner de 26,3 % et leur solde se contracter de 0,3 milliard d'euros, à 0,8 milliard, suite, d'une part, à l'achèvement de certains grands chantiers à l'étranger et, d'autre part, à la filialisation ou à la sous-traitance croissante d'activités auparavant assurées directement par les maisons mères résidentes. Le négoce international, enfin, a enregistré une chute de 36,7 % de ses recettes et le solde s'est replié de 1,1 milliard d'euros, à 1,8 milliard. Cette évolution reflète, d'une part, le recul des activités de négoce traditionnelles (pétrole, matières premières agricoles), d'autre part, la contraction des échanges intra-groupes dans les secteurs automobile et aéronautique. En revanche, la réduction des indemnités de réassurance versées aux non-résidents a permis le redressement des services d'assurances, dont le solde est revenu à 0,1 milliard d'euros, contre un déficit de 0,2 milliard sur les huit premiers mois 2002.

S'agissant des voyages, l'excédent a fléchi de 0,6 milliard d'euros par rapport à celui des huit premiers mois de l'année dernière, sous l'effet d'une baisse de 2,8 % des recettes, tandis que les dépenses se sont stabilisées.

L'excédent des *revenus* a diminué de 2 milliards d'euros par rapport aux huit premiers mois de 2002, s'établissant à 5,5 milliards. Désormais, seules les rémunérations des salariés (+ 5,9 milliards d'euros) permettent à l'ensemble des revenus de conserver un solde excédentaire, les revenus d'investissements affichant un solde négatif (- 0,4 milliard d'euros, contre + 1,6 milliard sur les huit premiers mois 2002) en dépit d'une position extérieure nette largement créditrice à la fin de l'année dernière. Au sein des revenus d'investissements, le recul du solde des revenus d'investissements directs (2,8 milliards d'euros) découle d'une contraction des bénéfices,

rapatriés ou réinvestis, des filiales étrangères d'entreprises françaises. S'agissant des revenus d'investissements de portefeuille, la dépréciation du dollar face à l'euro et le maintien d'un écart de taux d'intérêt important entre l'euro et le dollar sur l'ensemble des échéances expliquent, en partie, une progression des recettes (+ 1,4 %) inférieure à celle des dépenses (+ 5,8 %), ainsi que le creusement du déficit (1,4 milliard d'euros). En revanche, le solde des autres revenus d'investissements s'est amélioré de 2,2 milliards d'euros, d'une part sous l'effet d'une baisse des intérêts versés aux non-résidents par les IFM résidentes, d'autre part suite au rééchelonnement d'une grande partie de la dette publique de plusieurs pays au Club de Paris. Le rééchelonnement de dette conduit en effet à enregistrer au crédit des revenus d'investissements les arriérés d'intérêts et à inscrire en contrepartie un transfert en capital correspondant aux annulations de créances consenties par la France.

En raison d'une hausse de la contribution de la France aux budgets des institutions européennes, le déficit des *transferts courants* s'est accru de 0,8 milliard d'euros.

Le *compte financier* a présenté un solde débiteur de 21 milliards d'euros, contre 13,9 milliards sur les huit premiers mois de l'année 2002.

Le solde des *investissements directs* s'est établi à - 18,7 milliards d'euros, contre - 6,6 milliards. Les investissements directs français à l'étranger ont été

stables, à 41,8 milliards d'euros, tandis que les investissements étrangers en France ont diminué de près de 30 %, à 23,1 milliards. S'agissant de ces derniers, on relève une baisse de 9,4 milliards d'euros (- 52 %) des opérations en capital social, malgré une accélération des investissements immobiliers. Au total, ceux-ci ont représenté les deux tiers des investissements directs étrangers en France, hors bénéfices réinvestis et opérations intra-groupes, depuis le début de l'année.

Sur huit mois, les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties nettes de 10,2 milliards d'euros, en retrait par rapport aux sorties enregistrées sur la période comparable de 2002 (37,8 milliards). Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de 38 %, à 100,7 milliards d'euros, la hausse concernant toutes les catégories de titres. Les achats de titres français par les non-résidents ont crû, pour leur part, de 155 %, passant de 35,5 milliards d'euros à 90,5 milliards. 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.

Les *autres investissements* des IFM se sont soldés par une progression des engagements nets de 24,3 milliards d'euros. Un mouvement contrasté sur les monnaies est à noter, avec un accroissement important des engagements nets en euros (31,1 milliards d'euros), partiellement compensé par un désendettement net en devises (6,9 milliards d'euros).

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

(données brutes en millions d'euros)

	2001 (a)	2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>								
Biens	25 702	27 456	1 179	2 784	36	1 852	18 313	8 842
Services	3 947	10 137	- 15	671	1 554	- 451	6 183	2 123
Total « Biens et services »	19 922	18 715	895	1 829	1 566	1 779	13 198	10 535
- Recettes	23 869	28 852	880	2 500	3 120	1 328	19 381	12 658
- Dépenses	418 081	414 685	31 660	34 575	35 433	27 296	275 472	263 895
Revenus	394 212	385 833	30 780	32 075	32 313	25 968	256 091	251 237
Transferts courants	18 387	13 604	1 874	2 327	- 864	2 348	7 496	5 505
Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 1 575	- 2 043	- 2 220	- 1 824	- 8 564	- 9 321
<b>Compte de capital</b>	<b>- 330</b>	<b>- 172</b>	<b>- 806</b>	<b>143</b>	<b>- 43</b>	<b>49</b>	<b>- 108</b>	<b>- 7 974</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 33 100</b>	<b>- 30 298</b>	<b>5 677</b>	<b>- 9 891</b>	<b>- 6 270</b>	<b>- 5 115</b>	<b>- 13 873</b>	<b>- 21 048</b>
Investissements directs	- 42 224	- 11 732	- 4 126	473	2 563	- 5 693	- 6 568	- 18 683
- Français à l'étranger	- 103 899	- 66 459	- 6 667	- 961	- 3 823	- 6 694	- 39 359	- 41 819
- Étrangers en France	61 675	54 727	2 541	1 434	6 386	1 001	32 791	23 136
Investissements de portefeuille	24 004	- 19 447	- 165	14 583	- 15 091	4 625	- 37 764	- 10 182
- Avoirs	- 95 017	- 84 839	- 20 765	- 5 741	- 16 064	3 802	- 73 221	- 100 694
- Engagements	119 021	65 392	20 600	20 324	973	823	35 457	90 512
Produits financiers dérivés	2 784	5 531	874	- 2 769	- 3 409	- 2 383	1 550	- 7 531
Autres investissements	- 23 427	- 8 851	10 671	- 21 325	8 998	- 1 097	26 720	17 092
- Avoirs	- 65 463	- 34 370	- 11 070	33 350	- 3 613	11 051	39 322	- 12 277
- Engagements	42 036	25 519	21 741	- 54 675	12 611	- 12 148	- 12 602	29 369
Avoirs de réserve	5 763	4 201	- 1 577	- 853	669	- 567	2 189	- 1 744
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 728</b>	<b>3 014</b>	<b>- 6 050</b>	<b>6 964</b>	<b>6 277</b>	<b>3 214</b>	<b>- 4 332</b>	<b>20 180</b>

(a) Chiffres définitifs

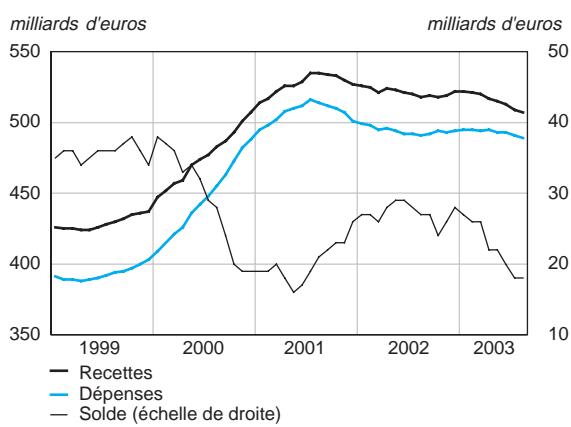
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

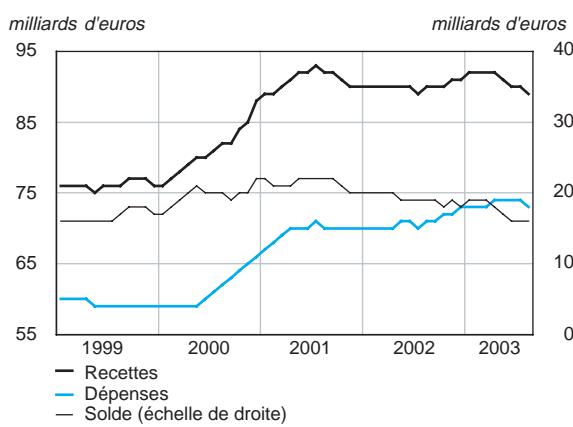
### Transactions courantes

Douze mois glissants



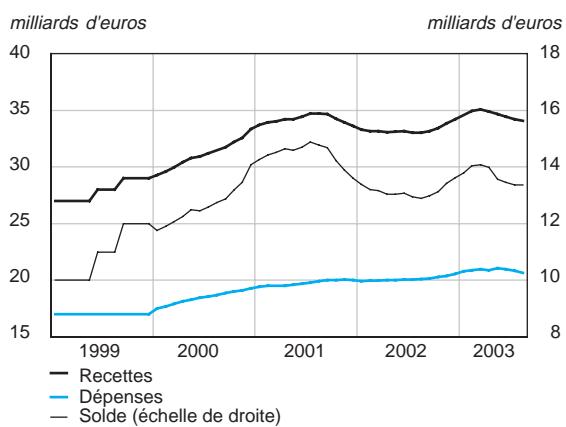
### Services

Douze mois glissants (cvs)



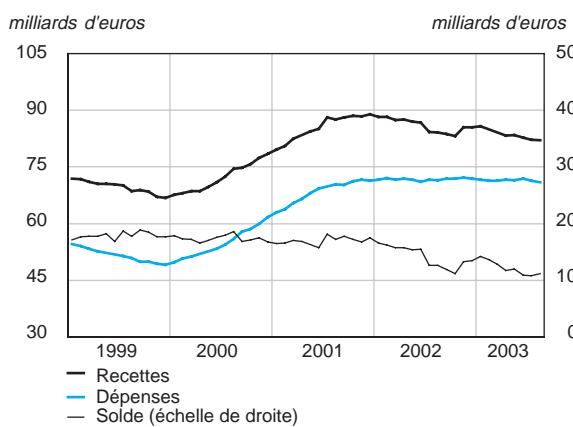
### Voyages

Douze mois glissants (cvs)



### Revenus des investissements

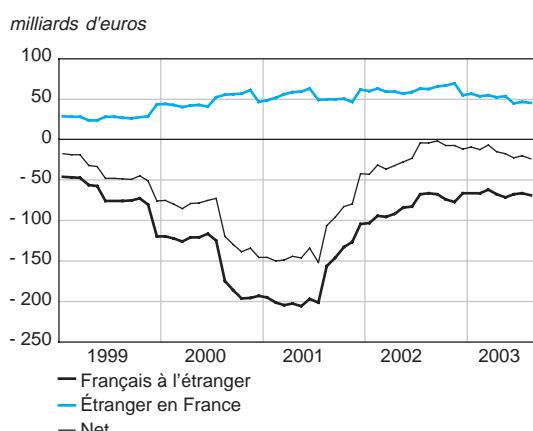
Douze mois glissants (cvs)



### Investissements directs

(en signe de balance)

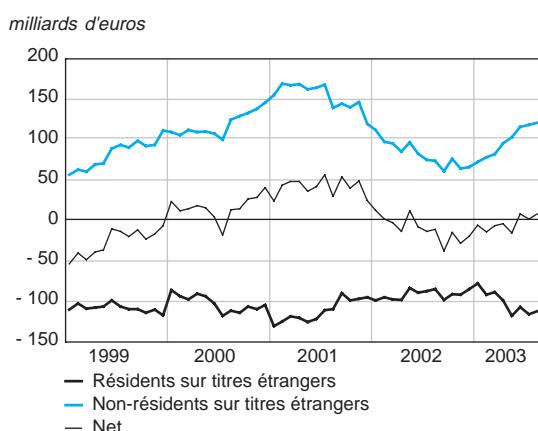
Soldes cumulés sur douze mois



### 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 8,2 %<sup>1</sup> en août, après 8,6 % en juillet (chiffre révisé à la hausse, de 8,5 % à 8,6 %). La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance a très légèrement diminué, atteignant 8,4 % pour la période allant de juin 2003 à août 2003, contre 8,5 % pour la période précédente.

Le fort taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire s'est quelque peu réduit (28,8 % après 30,3 % en juillet). La progression, déjà soutenue, des dépôts à vue s'est accentuée (9,3 %, après 8,9 %). Au total, le taux de croissance de l'ensemble des

moyens de paiement *M1* a légèrement augmenté, à 11,8 %, après 11,6 %.

La progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* s'est un peu ralenti en août, à 5,5 %, après 5,8 % en juillet. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est renforcée (-1,9 %, après -1,1 %), tandis que la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois s'est accélérée (11,2 %, après 11,0 %). L'augmentation annuelle de l'agrégat *M2* est restée inchangée en août, à 8,5 %.

La croissance annuelle des instruments inclus dans *M3 – M2* s'est notablement affaiblie en août

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

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

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)		
	Encours	Taux de croissance annuel	Part dans
	Août 2003	(a)	la zone euro
<b>ZONE EURO (b) :</b>			
<b>Agrégats monétaires</b> (données cvs)			
Billets et pièces en circulation	359,6	30,3	28,8
+ Dépôts à vue	2 144,2	8,9	9,3
= <b>M1</b>	<b>2 503,8</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>
+ autres dépôts monétaires	2 632,1	5,8	5,5
= <b>M2</b>	<b>5 136,0</b>	8,5	8,5
+ Instruments négociables	894,1	9,1	6,3
= <b>M3</b>	<b>6 030,1</b>	8,6	8,2
<b>Crédits au secteur privé</b> (données cvs)	<b>7 004,9</b>	4,9	5,0
<b>Créances sur le secteur privé</b> (données brutes)	<b>8 002,4</b>	5,5	5,6
<b>FRANCE :</b>			
<b>Principaux actifs monétaires</b> (c)			
Dépôts à vue	350,8	6,3	16,4
Comptes sur livrets	346,3	12,5	22,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	52,8	- 13,6	- 16,9
Titres d'OPCVM monétaires	262,9	10,1	8,9
Instruments du marché monétaire	55,1	- 4,1	- 5,4
<b>Crédits au secteur privé</b> (c)	<b>1 157,1</b>	3,2	2,9
<b>Endettement intérieur total</b> (d)	<b>2 662,1</b>	7,3	7,6
dont : Administrations publiques	942,6	10,6	10,0
Sociétés non financières	1 139,7	4,7	5,9
Ménages	579,8	6,8	6,8

(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

(6,3 % après 9,1 %), sous l'effet de la plus forte contraction des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (– 15,1 %, après – 13,7 %), du retournement du taux de croissance annuel des pensions (– 2,9 %, après 0,7 %), et de la moindre progression des titres d'OPCVM monétaires (15,4 %, après 18,2 %).

*Au sein des contreparties de M3* (en données cvs), la progression annuelle des *concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé* est restée inchangée en août, à 5,5 %, le renforcement de la croissance annuelle des titres autres que les actions (16,8 %, après 15,3 %) et celui, plus faible, de celle des crédits (5,0 %, après 4,9 %), compensant exactement le ralentissement des actions et autres participations (5,6 %, après 7,1 %). La contribution des *concours au secteur privé* a légèrement augmenté (7,6 points de croissance de M3, contre 7,5 points en juillet) ainsi que celle des *concours aux administrations publiques* (1,8 point de croissance, après 1,7 point). En revanche, la contribution des *créances nettes sur l'extérieur* à la croissance annuelle de M3 a diminué (2,9 points de croissance de M3 en août, contre 3,7 en juillet).

### Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Juillet 2003	Août 2003
Créances nettes sur l'extérieur	3,7	2,9
Concours au secteur privé	7,5	7,6
Concours aux administrations publiques	1,7	1,8
Ressources non monétaires	3,9	3,9
Divers	- 0,5	- 0,1
<b>Total</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>

Source : BCE

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

- la progression des *dépôts à vue* s'est ralenti en août : 5,2 % en un an, après 6,3 % en juillet ;
- la croissance des *livrets* s'est atténuée : 12,1 %, après 12,5 % ;
- la baisse des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est accentuée : – 16,9 %, après – 13,6 % ;

- le rythme annuel de progression des placements en *titres d'OPCVM monétaires détenus par les résidents* a diminué en août : 8,9 %, après 10,1 % ;
- la contraction des *instruments du marché monétaire* s'est accélérée en août : – 5,4 %, après – 4,1 % en juillet.

La croissance des *crédits des institutions financières monétaires au secteur privé* français s'est affaiblie, s'établissant à 2,9 % en août, après 3,2 % en juillet.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a continué de se redresser en août : 7,6 %, après 7,3 % en juillet, reflétant la progression de l'endettement des sociétés non financières.

## 2.2. Le financement de l'économie française

### L'endettement intérieur total

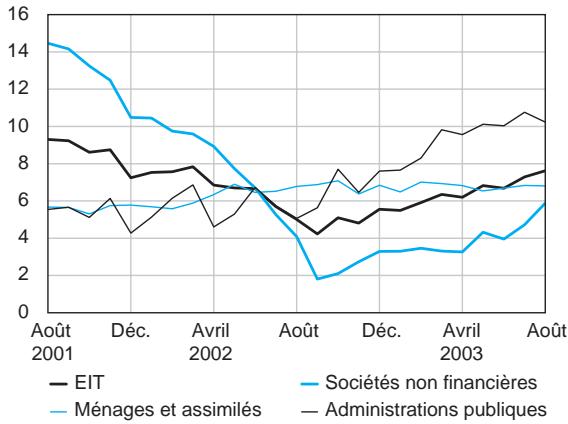
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers s'est de nouveau renforcé en août sous l'effet d'une sensible accélération de l'accroissement de l'endettement des sociétés non financières. La progression de l'endettement des ménages s'est poursuivie au même rythme que le mois précédent, alors que celle de l'endettement des administrations publiques, toujours vive, s'est modérément ralenti.

### Endettement intérieur total par agents

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

### Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



### Endettement intérieur total par sources de financement

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Endettement intérieur total	5,0	7,3	7,6
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,7	3,8	4,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents	10,6	8,3	12,2
Financements de marché	4,2	11,3	11,1
Financement monétaire du Trésor public	5,5	7,9	2,7

La progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes et des non-résidents s'est renforcée, celle des financements de marché a diminué.

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

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois d'août 2003 s'est élevé à 4,2 milliards d'euros, après 5,3 milliards en juillet. L'essentiel des capitaux a été levé par les sociétés non financières. La part des émissions de titres cotés à la Bourse de Paris est stable par rapport au mois de juillet.

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

	(en milliards d'euros)				
	2001	2002	Août 2002 à juillet 2003	Sept. 2002 à août 2003	Août 2003
Sociétés non financières	80,0	86,9	88,0	89,2	4,0
Autres agents (a)	1,7	2,1	2,1	2,1	0,2
<b>Total émis (b)</b>	<b>81,7</b>	<b>89,0</b>	<b>90,1</b>	<b>91,3</b>	<b>4,2</b>
dont :					
<i>Titres cotés à la cote officielle et au second marché</i>	7,5	11,3	21,7	22,0	0,5
<i>Appel public à l'épargne (c)</i>	3,3	6,2	15,3	18,4	0,2

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

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

(c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de la Commission des opérations de bourse

Sources : Euronext, Banque de France

### 2.2.1. L'endettement sous forme de titres

#### L'endettement sur les marchés

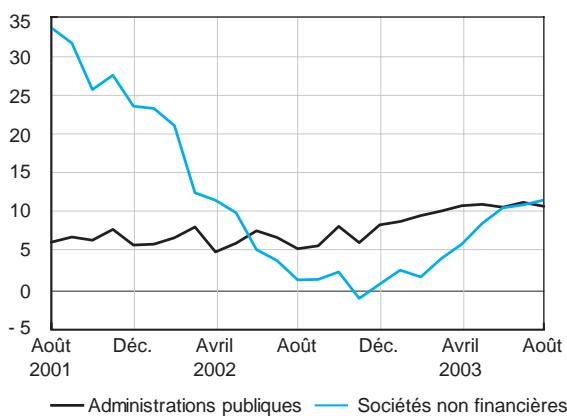
Les sociétés non financières ont continué d'accroître leur recours aux marchés de titres de dette. En revanche, le taux de croissance sur un an de l'endettement des administrations publiques sur les marchés a un peu fléchi.

#### Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Endettement sur les marchés	4,2	11,3	11,1
Administrations publiques	5,4	11,3	10,8
≤ 1 an	38,6	43,0	35,7
> 1 an	2,4	7,9	8,1
Sociétés non financières	1,4	11,0	11,6
≤ 1 an	- 29,6	- 5,7	- 3,7
> 1 an	10,5	14,0	14,4

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

(taux de croissance annuel en %)



En août, les émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents se sont élevées à 0,7 milliard d'euros. En cumul sur les douze derniers mois, leur montant s'est établi à 115,7 milliards d'euros, contre 64,4 milliards pour toute l'année 2002.

Les émissions brutes se sont élevées à 4,8 milliards d'euros en août, dont 30 % sur la place de Paris. Les capitaux levés sur les douze derniers mois, toutes places confondues, ont représenté près de 287 milliards d'euros et 91,7 % de l'encours émis à fin août était libellé en euros.

### Émissions de titres de dette à long terme des résidents

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin Août 2003
	2002	Août 2002	Sept. 2002 à juillet 2003 à août 2003	Août 2003	Août 2002 à juillet 2003 à août 2003	Sept. 2002 à juillet 2003 à août 2003	
Sociétés non financières	16,6	35,6	35,1	- 0,4	63,9	64,3	0,8
dont : devises	1,0	2,6	2,8	- 0,2	7,4	7,4	—
État	27,4	53,9	54,6	- 0,6	119,5	119,5	—
Administrations publiques (hors État)	- 5,2	- 2,0	- 2,0	0,0	1,8	1,4	0,0
dont : devises	- 1,8	- 1,1	- 0,9	—	—	—	—
Institutions financières monétaires	24,1	23,5	26,5	1,7	99,2	98,8	4,0
dont : devises	6,3	4,0	5,9	1,3	23,0	22,9	2,2
Institutions financières non monétaires	1,5	1,4	1,4	0,0	2,7	2,7	—
dont : devises	—	—	—	—	—	—	0,6
<b>Total</b>	<b>64,4</b>	<b>112,5</b>	<b>115,7</b>	<b>0,7</b>	<b>287,0</b>	<b>286,5</b>	<b>4,8</b>
dont : devises	5,6	5,5	7,9	1,2	30,4	30,3	2,2
							1 413,3
							116,8

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 septembre 2003**

**Obligations émises à Paris**

	(en milliards d'euros)							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin sept. 2003
	2002	Sept. 2002 à août	Oct. 2002 à sept.	Septembre 2003	Sept. 2002 à août	Oct. 2002 à sept.	Septembre 2003	
Sociétés non financières	2,5	10,6	7,9	- 1,7	27,1	25,9	0,0	139,2
État	34,6	36,4	40,2	10,4	65,2	69,0	10,4	518,7
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	- 1,1	4,3	5,3	1,4	6,7	5,3	31,0
Institutions financières monétaires	- 8,8	- 2,7	- 5,8	- 0,8	20,9	18,5	0,2	160,7
Institutions financières non monétaires	- 0,1	- 0,1	0,0	0,0	0,9	0,9	0,0	26,6
<b>Total</b>	<b>24,7</b>	<b>43,2</b>	<b>46,6</b>	<b>13,2</b>	<b>115,3</b>	<b>121,0</b>	<b>16,0</b>	<b>876,1</b>

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de septembre, s'est établi à 16 milliards d'euros. Compte tenu de remboursements de 2,8 milliards d'euros, le montant des émissions nettes sur la place de Paris a été de 13,2 milliards d'euros pour ce mois.

France Trésor a levé 10,4 milliards d'euros d'obligations, représentant 65 % du total émis par les résidents sur la place de Paris au mois de septembre. Au cours des deux séances d'adjudication des 4 et 18 septembre, une nouvelle ligne d'OAT 4 % octobre 2013 a été émise pour un montant de 6,6 milliards d'euros. Le solde a été levé sur les lignes d'OAT indexées sur l'inflation portant à 16,2 milliards les capitaux levés depuis le début de l'année 2003 sur ce type d'emprunt. Au 30 septembre 2003, l'État a réalisé 89 % de son programme indicatif d'émissions d'OAT pour l'année entière.

À cette même date, la dette obligataire de l'État représentait 59,2 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Au cours du mois sous revue, les autres administrations publiques notamment ont levé 5,3 milliards d'euros, soit 80 % des émissions de ce secteur sur les douze derniers mois.

Les institutions financières (monétaires et non monétaires) ont procédé à des remboursements nets à hauteur de 0,8 milliard d'euros. Le cumul sur un an des émissions nettes de ce secteur demeure négatif (- 5,8 milliards d'euros).

Les sociétés non financières n'ont pas lancé d'émission significative sur la place financière de Paris, mais ont effectué, au contraire, des remboursements à hauteur de 1,7 milliard d'euros. Le cumul sur un an de la collecte nette de ce secteur s'est réduit à 7,9 milliards d'euros en septembre, après 10,6 milliards en août.

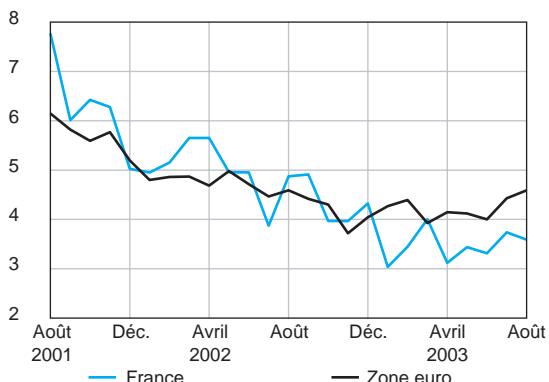
## 2.2.2. L'évolution des crédits

### Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM n'a quasiment pas varié, revenant de 3,7 % en juillet à 3,6 % en août.

### Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

**Crédits par réseaux distributeurs**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Crédits des IFM	4,9	3,7	3,6
Banques	4,6	3,7	3,6
CDC et CNE	3,0	7,1	7,2
Établissements spécialisés	7,7	4,0	3,7

La croissance de l'encours des crédits distribués par les banques et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) s'est poursuivie quasiment au même rythme, tandis que celle des crédits distribués par les établissements spécialisés a légèrement fléchi.

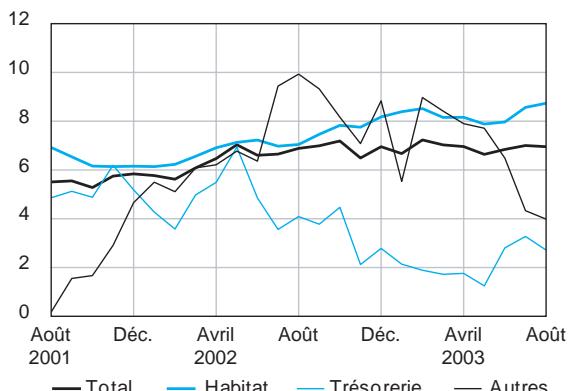
**Crédits par agents et par objets**

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

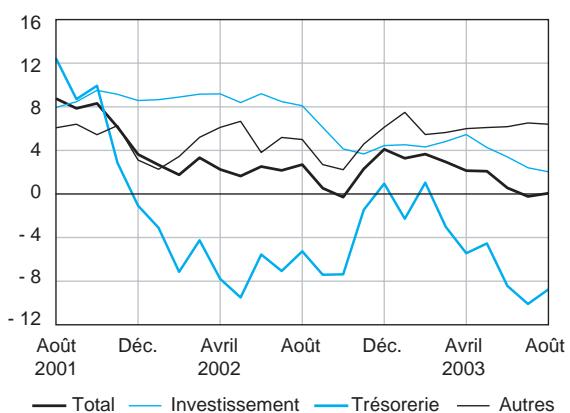
Le taux de croissance des crédits consentis aux administrations publiques a enregistré une hausse. L'évolution en rythme annuel des crédits consentis aux sociétés non financières est redevenue très légèrement positive ; celle des crédits accordés aux ménages est demeurée inchangée.

**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

La plupart des taux ont augmenté modérément dans la zone euro en août 2003, à l'exception de celui du crédit aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à un an qui a très légèrement fléchi.

#### Taux d'intérêt débiteurs

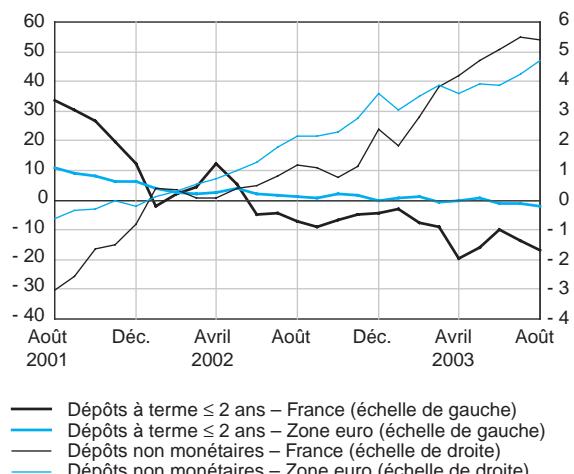
	(moyennes mensuelles en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
<b>Crédits à la consommation</b>			
Zone euro	9,79	9,02	9,06
France	9,38	8,41	8,40
<b>Crédits à l'habitat à taux fixe</b>			
Zone euro	5,53	4,16	4,22
France	6,04	5,16	5,16
<b>Crédits aux entreprises ≤ 1 an</b>			
Zone euro	6,15	5,26	5,23
France	4,65	3,81	3,81
<b>Crédits aux entreprises &gt; 1 an</b>			
Zone euro	5,71	4,70	4,84
France	4,99	4,19	4,19

Sources : BCE, Banque de France

En France, la croissance des dépôts à vue et celle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois se sont ralenties en août.

### Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



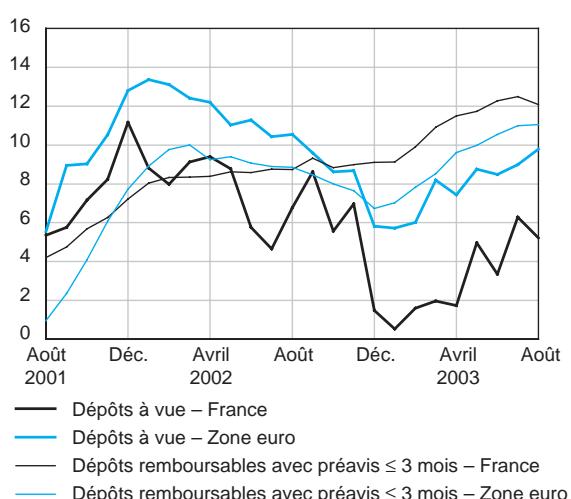
## 2.3. Les placements intermédiaires

### Les placements

auprès des institutions financières monétaires

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

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

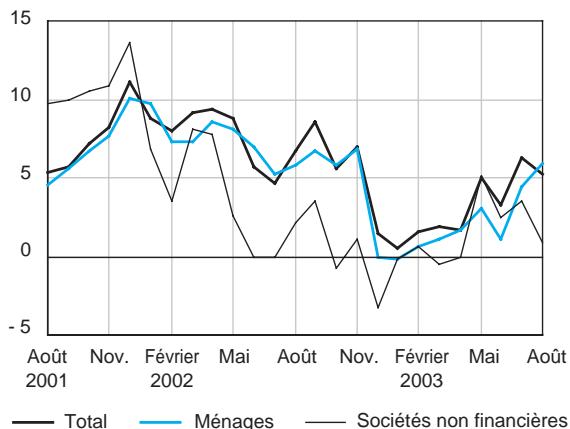
### Dépôts à vue (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Dépôts à vue	6,7	6,3	5,2
Ménages	5,8	4,5	6,0
Sociétés non financières	2,1	3,5	0,8
Autres	11,4	-7,4	-2,1

La baisse du taux de croissance annuel des dépôts à vue est imputable à la forte décélération des dépôts des sociétés non financières que le renforcement de la croissance des dépôts des ménages n'a pas entièrement compensée.

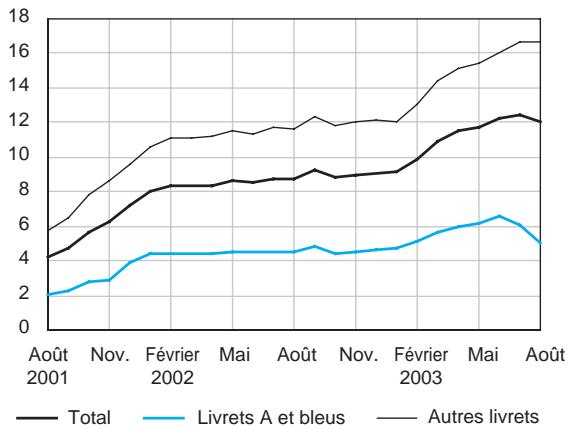
**Dépôts à vue par agents  
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Comptes sur livret  
(France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Comptes sur livret  
(France)**

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Comptes sur livret	8,7	12,5	12,1
Livrets A et bleus	4,5	6,1	5,0
Livrets soumis à l'impôt	22,5	34,3	33,9
Livrets d'épargne populaire	4,9	7,2	8,1
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,3	8,8	8,3

La croissance de l'ensemble des comptes sur livrets s'est atténuée. Les livrets soumis à l'impôt, qui conservent toutefois un rythme de croissance très élevé, ainsi que les livrets A et bleus ont progressé plus modérément. Le taux de progression des livrets d'épargne populaire a continué de se renforcer.

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

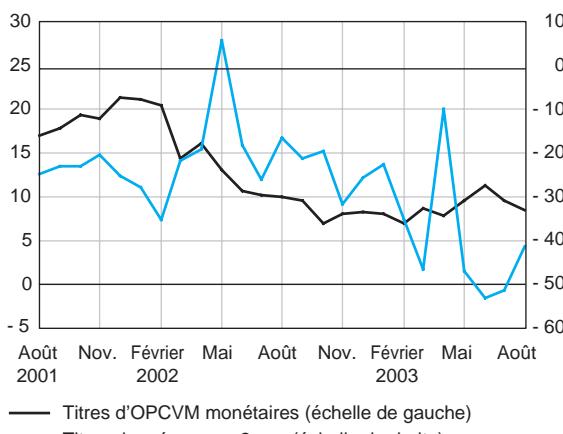
(taux de croissance annuel en %)

	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	3,8	- 0,5	- 1,7
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 7,0	- 13,6	- 16,9
Titres d'OPCVM monétaires	10,1	9,7	8,6
Titres de créances ≤ 2 ans	- 16,3	- 51,2	- 41,4
Pensions	14,5	23,9	5,8

La contraction des placements rémunérés aux taux du marché monétaire s'est accentuée. La moindre croissance des titres d'OPCVM monétaires et l'accélération de la baisse des encours de dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans l'ont emporté sur le ralentissement de la contraction des titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

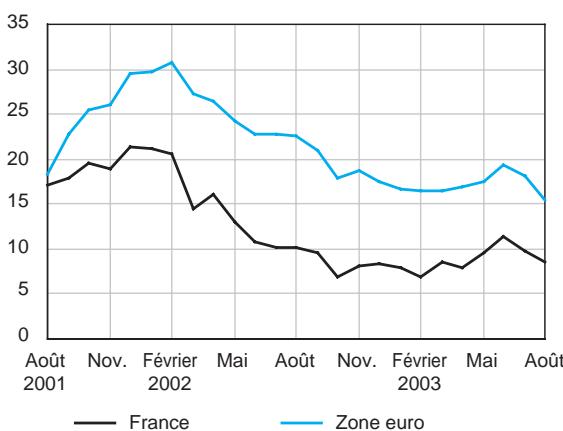
### Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



### Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

### Dépôts non monétaires (France)

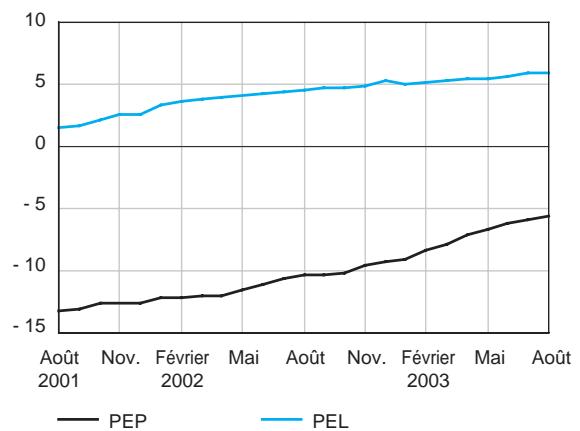
(taux de croissance annuel en %)

	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Dépôts non monétaires	1,2	5,5	5,4
PEP bancaires	- 10,1	- 5,8	- 5,5
PEL	4,5	5,9	6,0

La croissance des dépôts non monétaires a quasiment maintenu son rythme précédent. Celle des PEL s'est légèrement renforcée, tandis que la contraction des encours de PEP bancaires s'est quelque peu atténuée.

### Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



### Les placements en OPCVM non monétaires

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

	Décembre 2001	Décembre 2002	Août 2003
OPCVM obligations	25,6	29,2	28,8
OPCVM actions	31,1	25,0	26,0
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	35,0
OPCVM garantis	7,1	9,6	10,2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source : Commission des opérations de bourse

Par rapport à décembre 2002, la part des OPCVM « obligations » et « diversifiés » s'est réduite au profit de celle des OPCVM « actions » et « garantis ».

#### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	(flux sur douze mois, par rapport aux encours, en %)			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Août 2003
OPCVM obligations	- 3,9	- 8,2	- 3,7	- 4,0
OPCVM actions	6,4	3,3	0,4	- 0,1
OPCVM diversifiés	1,2	- 4,5	- 5,2	- 4,8

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » ont légèrement augmenté, tandis que ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » ont un peu diminué. Les souscriptions et les rachats de titres d'OPCVM « actions » se sont à peu près équilibrés, ramenant le flux net au voisinage de zéro.

#### Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM

	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Août 2003
OPCVM obligations	4,9	7,2	8,0	6,3
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	- 5,6	- 0,8
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	- 1,0	2,5

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 diminué. Celui des titres d'OPCVM « diversifiés » a continué de se redresser. Les pertes sur titres d'OPCVM « actions » se sont réduites.

#### Les taux créditeurs

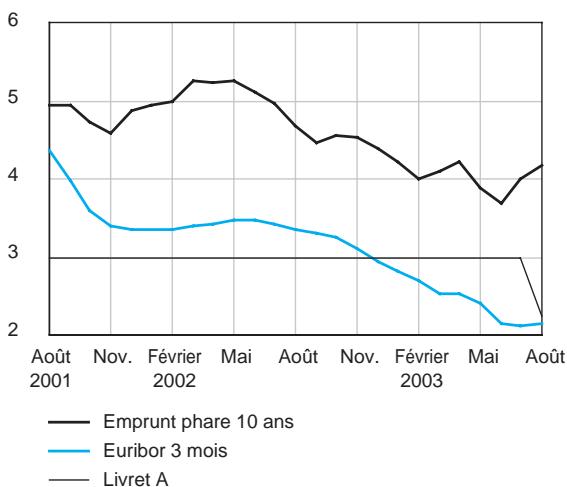
Sur les marchés, les taux d'intérêt à court terme sont restés quasiment stables alors que les taux d'intérêt à long terme ont continué de se renforcer. Les taux d'intérêt réglementés (notamment la rémunération du livret A) ont été abaissés le 1<sup>er</sup> août 2003.

#### Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
Euribor 3 mois	3,35	2,13	2,14
Emprunt phare 10 ans	4,67	4,01	4,16
Livret A	3,00	3,00	2,25

#### Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : BCE, Banque de France

#### Taux d'intérêt créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Août 2002	Juillet 2003	Août 2003
<b>Dépôts à vue</b>			
Zone euro	0,73	0,46	0,46
<b>Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois</b>			
Zone euro	2,12	1,77	1,61
France	3,07	3,06	2,44
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>			
Zone euro	2,85	1,77	1,74
France	3,35	2,13	2,14
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>			
Zone euro	3,81	2,65	2,44
France	4,50	4,18	3,43

Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro et en France, les taux d'intérêt créditeurs à terme ont, pour l'essentiel, poursuivi leur baisse.

### 3. Les marchés de capitaux

Les évolutions du mois de septembre se sont inscrites en fort contraste avec celles constatées depuis le début de l'été. Les marchés ont, en effet, révisé leurs perspectives d'amélioration de la conjoncture économique américaine, incités par la publication de chiffres de l'emploi inquiétants et d'indicateurs de confiance mal orientés aux États-Unis. En outre, le retour au premier plan du débat sur le système de change international à l'issue du sommet du G 7 de Dubaï a entraîné un regain de volatilité sur les marchés de change et induit une dépréciation marquée du dollar, perçue comme faisant peser une hypothèque supplémentaire sur la reprise économique.

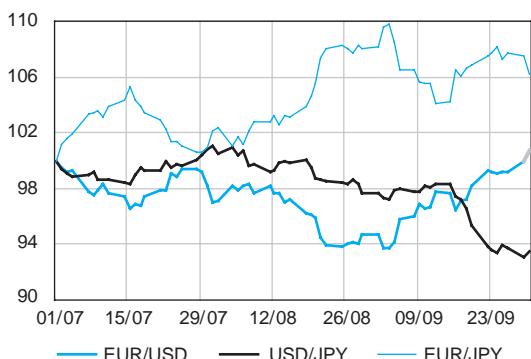
Dans ce contexte, les évolutions des mois de juillet et août se sont renversées :

- le dollar s'est déprécié face aux principales devises et notamment l'euro ;
- les rendements obligataires se sont détendus au Japon, en Europe et plus particulièrement aux États-Unis ;
- les indices boursiers se sont dépréciés.

#### 3.1. Les marchés de change et de matières premières

*Au cours de la période sous revue, le dollar a enregistré une dépréciation qui a bénéficié notamment à l'euro.*

**Taux de change du dollar des États-Unis contre euro et de l'euro contre dollar et contre yen**  
Base 100 au 1<sup>er</sup> juillet 2003

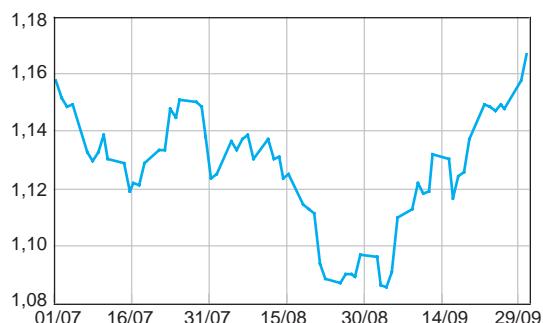


L'affaiblissement du dollar a été alimenté par une interrogation sur la soutenabilité des déficits commerciaux et fiscaux de l'économie américaine et les incertitudes relatives à la vigueur de la croissance aux États-Unis, suite à une série d'indicateurs :

- publication de chiffres d'emploi décevants faisant apparaître la poursuite des destructions d'emplois,
- dégradation des indicateurs de confiance des consommateurs, indice de l'Université du Michigan notamment,
- commandes de biens durables en baisse.

#### Taux de change du dollar des États-Unis contre euro

(EUR/USD)



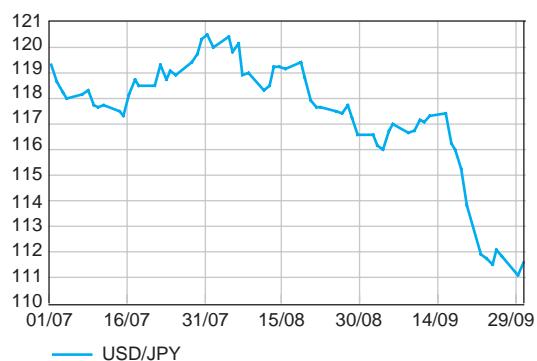
Dans ce contexte, le dollar s'est déprécié par rapport à l'euro qui s'est apprécié de 6,4 % d'une fin de mois à l'autre, revenant d'un peu moins de 1,10 à 1,1739, son plus haut niveau depuis mi-juin.

Cette remontée rapide s'est traduite par une hausse de la volatilité implicite à un mois, qui a atteint un plus haut niveau depuis le début de l'année (11,75 %). De la même façon, les « *risk reversals* » 1 mois, négatifs en début de mois à -0,3 %, sont redevenus largement positifs, reflétant une plus importante activité de couverture contre une appréciation de l'euro.

L'euro s'est apprécié de 1,5 % environ, sur la période sous revue, contre yen et contre la plupart des autres devises européennes. Il s'est néanmoins déprécié de 1,5 % contre la couronne suédoise. Le rejet de l'adoption de l'euro à l'issue du référendum du 14 septembre n'a été suivi que d'une brève dépréciation de la couronne suédoise (celle-ci atteignant brièvement 9,20 pour 1 euro), les fondamentaux économiques en Suède étant jugés favorablement par les participants de marché.

***Les devises asiatiques (notamment le yen) ont progressé, suite au communiqué du G 7 appelant à davantage de flexibilité sur les marchés de change***

**Taux de change du dollar contre yen**



Alors que pendant la première moitié du mois de septembre, le cours de change du dollar contre yen s'est maintenu sur un niveau de 116/117, l'approche du sommet du G 7 et le communiqué qui a été publié à son issue ont en grande partie levé les inhibitions des marchés liées à des craintes d'intervention de la part de la Banque du Japon. Le cours du dollar s'est ainsi déprécié de 4,5 % par rapport au yen.

Les données économiques japonaises avaient d'ores et déjà alimenté l'optimisme des investisseurs quant aux perspectives d'activité dans l'Archipel. Le PIB pour le deuxième trimestre a, en effet, été révisé à la hausse (de 2,3 % à 3,9 % sur une base annualisée) et les faillites se sont inscrites en forte baisse (- 20 %).

En outre, la Banque du Japon a amélioré ses perspectives relatives à l'économie domestique. Des recommandations d'augmentation de la pondération des actifs japonais dans les portefeuilles d'investissement — l'indice MSCI Monde la portant de 9 % à 11 % — et des investissements toujours importants des non-résidents sur les actions japonaises ont offert un soutien important au yen.

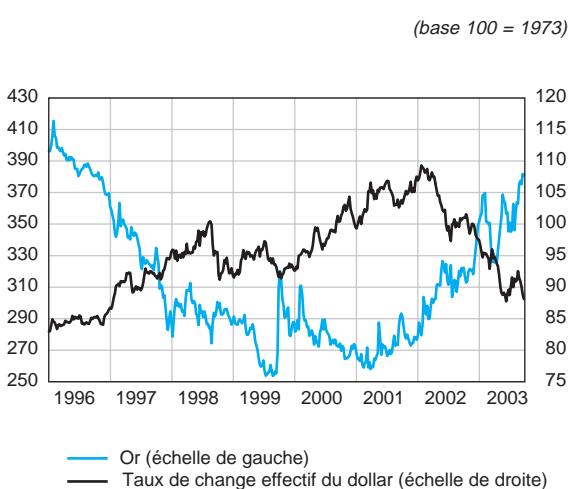
Le cours du dollar contre yen a ainsi atteint un plus bas niveau depuis décembre 2000, à 110,12 le 30 septembre. Dans le même temps, la volatilité implicite à 1 mois est passée de 8,9 % en début de période à 11,48 %, avec un pic de 15,98 % après le sommet du G 7. Les *risk reversals* sur le cours du dollar contre yen se sont creusés fortement en faveur du yen, passant de -1,4, à -3,25.

Dans le sillage du sommet du G 7, l'ensemble des devises asiatiques se sont appréciées vis-à-vis du dollar, en particulier le taux de change au comptant du dollar de Hong Kong (HKD) et les taux de change à terme du yuan chinois (CNY). Le cours USD/HKD a quitté son niveau de 7,79, respecté depuis 2000, pour se déprécier jusqu'à un niveau de 7,74 le 30 septembre, niveau proche de la borne basse de la fourchette de fluctuation (qui autorise normalement une variation de + 1 % / - 1 % autour de 7,80). Le taux de change à terme du yuan chinois à 1 an est passé de 8,1021 fin août (pour un niveau d'ancrage du cours USD/CNY de 8,2770) à 7,9420, signifiant une attente d'appréciation de la devise chinoise face au dollar de 4 % à un horizon de 1 an.

***Les prix des matières premières ont connu une forte volatilité en septembre***

Après avoir baissé jusqu'à 25 dollars le baril, le prix du *Brent* s'est redressé à la suite de l'annonce par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) d'une réduction de ses quotas de production de 3,5 %, dans un contexte où les stocks mondiaux demeurent en dessous de leurs niveaux de moyen terme. Le prix de l'or s'est également inscrit en hausse, passant de 375 dollars l'once à 385, sous l'effet de la baisse du dollar et du maintien des incertitudes géopolitiques au Moyen-Orient.

### Taux de change effectif du dollar et cours de l'or



### 3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Les marchés de taux internationaux sont revenus sur les évolutions constatées au cours de l'été. Les rendements obligataires se sont détendus, de façon particulièrement marquée aux États-Unis, dans un contexte de volatilité importante élevée.

#### Baisse prononcée des taux des marchés monétaires aux États-Unis et dans la zone euro, accompagnée d'un mouvement d'aplatissement marqué des courbes de rendement

Les taux d'intérêt à court terme se sont très sensiblement détendus dans le sillage de la révision à la baisse des attentes des agents économiques en matière de reprise de la croissance américaine. En outre, la réaffirmation par les autorités monétaires américaines que la politique monétaire resterait inchangée pour une période « considérable » a également favorisé cette baisse des taux d'intérêt court à terme.

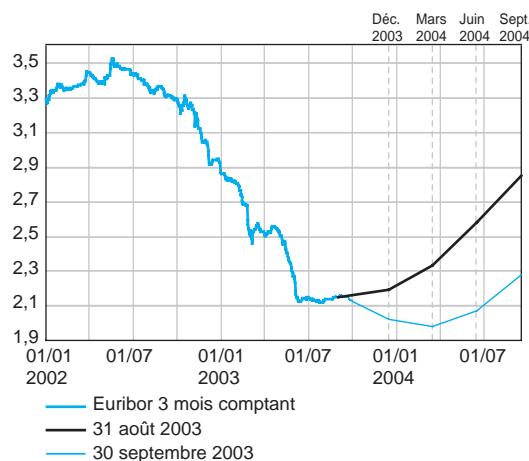
La baisse des taux implicites des contrats eurodollar (– 14 points de base sur le taux implicite du contrat décembre 2003 et – 90 points de base sur le contrat septembre 2004, à 1,63 %) s'est accompagnée d'un fort aplatissement de la pente de la courbe de ces contrats. L'écart entre les taux implicites des contrats décembre 2003 et septembre 2004 a diminué de 76 points de base, revenant de 126 à 49 points de base. La volatilité implicite tirée des options sur le contrat eurodollar décembre 2003 a baissé à un point bas de 21,41 % au cours de la période sous revue, alors qu'elle était de 29,6 % en début de mois.

Les taux monétaires japonais se sont également détendus. La baisse la plus prononcée s'est faite sur le contrat euroyen d'échéance septembre 2004, dont le taux implicite a diminué de 8,5 points de base, à 0,25 %. Les anticipations d'un premier resserrement de la politique monétaire de la Banque du Japon ont aussi été décalées de juin à septembre 2004, les autorités monétaires de ce pays ayant indiqué que la politique monétaire très expansionniste serait poursuivie tant que les prix n'évolueraien pas à la hausse.

La courbe monétaire de la zone euro s'est également déplacée vers le bas, avec un mouvement d'aplatissement. Le taux implicite du contrat euribor 3 mois juin 2004 a ainsi baissé de 49 points de base, à 2,09 %. La différence de rendement entre les taux implicites des contrats décembre 2003 et septembre 2004 est revenue de 66 à 26 points de base, signalant un report des anticipations de resserrement de la politique monétaire par la BCE, compte tenu de la lenteur de la reprise économique.

#### Contrats euribor 3 mois

(en %)

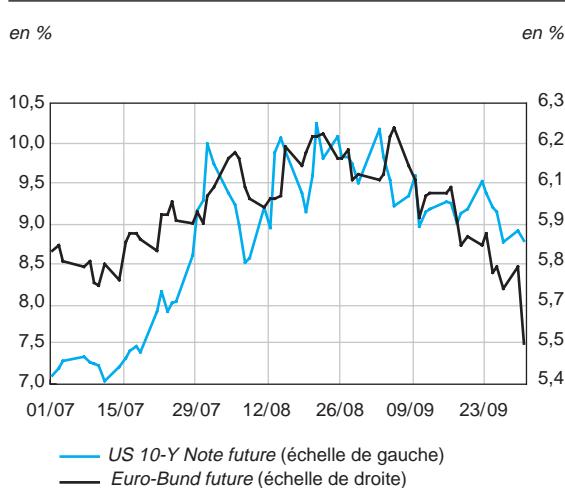


Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour en zone euro, le taux Eonia a baissé graduellement, revenant de 2,09 % en début de mois à 2,06 % le 30 septembre.

#### Baisse des rendements obligataires dans le sillage du marché monétaire

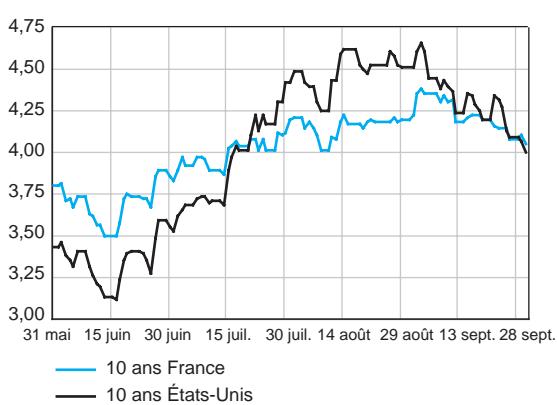
La baisse des taux monétaires a favorisé le repli des rendements obligataires. Les flux d'allocation d'actifs ont apparemment été favorables au marché obligataire, au détriment des actions.

### Volatilité implicite tirée des options sur contrats à terme *Bund* et *T-Note* 10 ans



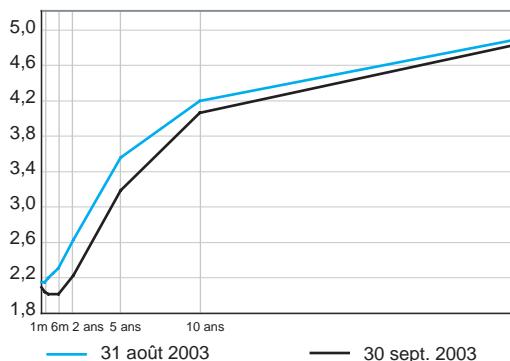
Les rendements obligataires américains ont baissé de façon relativement uniforme (– 50 points de base) tout au long de la courbe, les rendements à 2 ans et 10 ans s'établissant en fin de période à 1,47 % et 4,00 % respectivement. Cette évolution a été également favorisée par les discours de membres officiels du Système fédéral de réserve répétant que la politique monétaire resterait inchangée si l'inflation restait faible. Les derniers chiffres d'inflation publiés au cours de la période ont étayé ces évolutions (indice des prix hors alimentation et énergie à 1,3 % — annualisé — pour le mois d'août, soit son niveau le plus bas depuis 1966). Ainsi la volatilité implicite tirée des options sur le contrat *T-Note* 10 ans est demeurée élevée, restant à 9 % au cours de la majeure partie des mois d'août et de septembre ; celle relative au contrat *Bund* décembre 2003 n'a que rarement quitté un niveau de 5,8 %.

### Courbe des rendements obligataires en France et aux États-Unis



Dans le sillage des marchés américains, les marchés obligataires de la zone euro se sont également appréciés, mais dans un mouvement de pentification relativement marqué. Les rendements des obligations assimilables du Trésor (OAT) à 2 ans et 10 ans ont baissé de, respectivement 39 et 17 points de base pour se situer à 2,26 % et 4,06 % en fin de période. L'importance de l'offre de titres d'origine gouvernementale en zone euro a pu peser partiellement sur les maturités les plus longues.

### Courbe des taux d'intérêt en France



Les rendements obligataires japonais se sont également détendus, mais dans une moindre mesure (– 16 points de base, à 1,44 %, pour le titre à 10 ans). L'échéance de la fin de la demi-année fiscale (30 septembre) a pesé sur le marché obligataire japonais sans pour autant complètement effacer la détente des rendements intervenue dans le sillage du marché monétaire.

### Les écarts de taux entre les obligations privées et les titres d'État se sont stabilisés en septembre

#### Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	1 <sup>er</sup> sept. 2003	30 sept. 2003	Variation	Plus haut 2002
Industrielles AAA	13	15	+ 2	21
Industrielles AA	31	31	0	61
Financières AA	37	37	0	60
Corporate BBB	104	111	+ 6	267
Industrielles BBB	109	113	+ 4	286
Télécom BBB	84	85	+ 1	255

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Les primes de signature sont restées quasiment inchangées tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

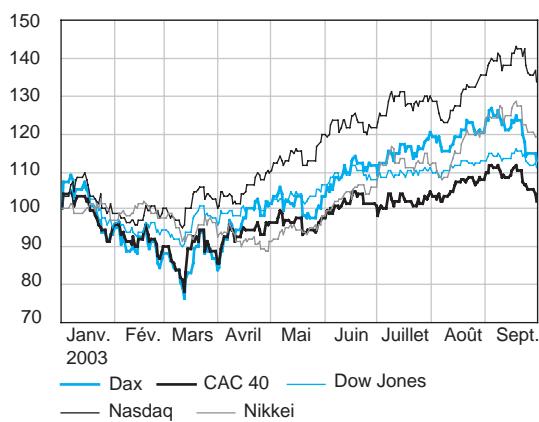
Elles ont relativement bien résisté à la dégradation des marchés boursiers et à une offre importante (17 milliards pour les émissions en euros par exemple).

### 3.3. Les marchés boursiers

*Après avoir atteint leurs plus hauts niveaux depuis le deuxième trimestre 2002 au début du mois de septembre, les principaux indices boursiers se sont inscrits en baisse*

#### Indices boursiers

Base 100 = janvier 2003



Les principaux indices boursiers ont fortement augmenté en juillet et en août, sous l'effet d'une révision à la hausse des perspectives de croissance économique aux États-Unis et ont atteint au début du mois de septembre leurs plus hauts niveaux depuis 1 an pour le DAX et le CAC, 19 mois pour le Nasdaq et 14 mois pour le Nikkei. Le mois de septembre s'est toutefois soldé par un recul généralisé, plus prononcé encore sur les indices européens. Le CAC n'a progressé au troisième trimestre que de 4 % et le DAX de 1,2 %. Le Nasdaq et le Nikkei ont davantage résisté à la baisse du mois de septembre, enregistrant une progression trimestrielle de, respectivement, 10,1 % et 12,5 %.

Les indices boursiers ont pâti des révisions des attentes des investisseurs quant aux perspectives de l'économie américaine. La baisse du dollar semble néanmoins avoir apporté un soutien significatif aux bourses américaines, qui ont enregistré une moindre baisse que leurs homologues européennes notamment. Les analystes considèrent en effet qu'un affaiblissement durable du dollar devrait être favorable aux valeurs américaines, en renforçant la compétitivité-prix des entreprises

américaines à l'exportation (20 % des résultats des entreprises cotées aux États-Unis proviennent de leurs ventes à l'étranger).

Les bourses européennes ont connu une dégradation marquée, notamment pour les industries les plus exposées à une hausse de l'euro. Ainsi, les constructeurs automobiles de l'indice EuroStoxx ont, dans leur ensemble, enregistré une baisse de 10 % au cours du mois.

Les volatilités implicites tirées des options sur indices boursiers ont fortement augmenté en Europe (7 % pour l'indice DAX, passant de 23 % à 30 %), traduisant une incertitude accrue des opérateurs sur l'évolution des cours boursiers, mais sont restées quasiment stables aux États-Unis (+ 2 %, de 19 % à 21 %).

Au Japon, en dépit du retour du comportement des opérateurs non-résidents pour les transactions sur les actions japonaises — qui se sont soldées la dernière semaine de septembre, pour la première fois depuis avril 2003, par des ventes nettes — le marché actions a montré une forte résistance à la baisse, dans un contexte de reprise de l'activité domestique. Ainsi les secteurs bancaire et immobilier ont progressé (de, respectivement, 15,2 % et 4,9 %) alors que les secteurs plus exposés à une dépréciation des taux de change ont reculé (- 7,2 % pour le transport maritime).

#### 3.3.1. Activité du marché monétaire de la place de Paris au troisième trimestre

Au cours du troisième trimestre, les volumes des prêts interbancaires en blanc échangés sur le compartiment du jour le jour, tels que déclarés par les participants au panel Eonia, se sont inscrits en très légère baisse (- 2 %) pour l'ensemble de la zone euro par rapport au trimestre précédent, mais ont enregistré une hausse de quelque 10 % par rapport au troisième trimestre 2002.

Ainsi, en moyenne, sur les trois derniers mois, 37,5 milliards d'euros ont été échangés quotidiennement, contre 38,2 milliards le trimestre précédent. Dans cet ensemble, la part des banques françaises a quelque peu augmenté, passant de 26,4 % à 28,1 %.

En revanche, les volumes traités sur le marché de la pension livrée sur titres français sont demeurés sur une tendance baissière. Ils ont sensiblement diminué au cours de ce trimestre, pour atteindre un volume mensuel moyen de 651 milliards d'euros, en baisse de 7 % par rapport au trimestre précédent et de 37 % par rapport au troisième trimestre 2002.

Concernant le marché des bons du Trésor, l'Agence France Trésor a émis un montant brut de près de 59,5 milliards d'euros de titres face à des tombées totalisant 55,2 milliards, soit une offre nette de 4,3 milliards, en baisse par rapport au trimestre précédent durant lequel elle avait atteint quelque 5,5 milliards. Sur le compartiment des bons à moyen terme (BTAN), l'offre nette a été négative, le Trésor français ayant émis environ 11 milliards, alors qu'il a remboursé 21,7 milliards du BTAN arrivant à maturité le 12 juillet 2003.

Les taux de couverture des émissions (montant demandé/montant adjugé) sont demeurés élevés, entre 2 et 5, témoignant d'une demande soutenue des participants aux adjudications.

La valeur relative des bons du Trésor à taux fixe (BTF) par rapport au taux de *swap* est demeurée globalement stable, à -2, -3 points de base.

L'activité sur le marché des *swaps* de taux d'intérêt court terme (*swaps Eonia*) s'est inscrite en baisse au cours de la période estivale. L'incertitude entourant le scénario de politique monétaire a également conduit les opérateurs à la prudence. Selon les intervenants de marché, la multiplication d'émission de titres de créances négociables à taux variable a également contribué à la diminution de l'activité sur le marché des *swaps Eonia*. Au mois de septembre, la perspective du passage de fin d'année a incité les opérateurs à prendre notamment des positions sur la partie 4 mois.

<b>Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris</b>				
<i>Sélection d'indicateurs</i>				
<b>Activité sur le marché de la pension livrée</b>				
(volume en milliards d'euros, part en %)				
	Septembre 2003	Moyenne année 2003		
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	361,44	57,62	420,73	60,18
Pensions à taux fixe	127,87	20,39	124,25	17,79
Pensions à taux variable	233,57	37,24	296,47	42,39
BTAN	168,65	26,89	179,97	25,80
Pensions à taux fixe	46,98	7,49	53,51	7,64
Pensions à taux variable	121,67	19,40	126,45	18,16
BTF	97,16	15,49	97,05	14,02
Pensions à taux fixe	23,84	3,80	18,78	2,66
Pensions à taux variable	73,32	11,69	78,28	11,36
<b>TOTAL</b>	<b>627,25</b>	<b>100,00</b>	<b>697,75</b>	<b>100,00</b>
Pensions à taux fixe	198,69	31,68	196,54	28,09
Pensions à taux variable	428,56	68,32	501,20	71,91

<b>Taux des BTF et des BTAN</b>				
(taux en %, variation en points de base)				
Échéance	30 sept. 2003	29 août 2003	Variation	
1 mois	2,03	2,06	- 3	
3 mois	2,01	2,04	- 3	
6 mois	1,99	2,14	- 15	
12 mois	1,97	2,21	- 24	
2 ans	2,23	2,62	- 39	
5 ans	3,17	3,54	- 37	

<b>Émission de titres de créances négociables</b>				
(en milliards d'euros)				
	Émissions en septembre 2003	Encours à fin septembre		
	brutes	nettes		
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>292,8</b>	<b>- 5,4</b>	<b>322,0</b>	
Certificats de dépôt négociables	244,6	- 4,6	199,2	
BMTN	0,7	0,1	52,2	
Billets de trésorerie	47,5	- 0,9	70,6	

<b>Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie</b>				
(en %)				
	30 août au 5 sept.	6 au 12 sept.	13 au 19 sept.	20 au 26 sept.
Billets à 1 jour	2,15	2,17	2,10	1,82
Billets à 10 jours	2,16	—	2,06	2,00
Billets à 30 jours	2,20	2,20	2,11	2,12
Billets à 90 jours	2,20	2,22	2,17	2,16
Billets à 180 jours	2,21	2,24	2,16	2,19

<b>Taux de rendement à l'émission des CDN</b>				
(en %)				
	30 août au 5 sept.	6 au 12 sept.	13 au 19 sept.	20 au 26 sept.
Certificats à 1 jour	2,13	2,11	2,10	1,82
Certificats à 10 jours	2,07	2,06	2,06	2,00
Certificats à 30 jours	2,12	2,11	2,11	2,12
Certificats à 90 jours	2,17	2,18	2,17	2,16
Certificats à 180 jours	2,25	2,29	2,16	2,19

<b>Spreads billets de trésorerie — swaps</b>				
Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A1/P1/F1, A2/P2/F2, non notés, véhicules (a)				
	A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules (a)
<b>1 mois</b>	1	7	7	5
Juillet	1	6	6	4
Août	1	6	7	5
Septembre	1	6	7	5
<b>3 mois</b>	4	12	12	8
Juillet	3	10	11	7
Août	3	12	11	7
Septembre	3	12	11	7

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

À l'exception des émissions à 3 mois réalisées par les émetteurs notés A2/P2/F2, pour lesquelles les spreads enregistrent une légère hausse de 2 points de base, le mois de septembre se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux swaps de référence.

### 3.3.2. Marché des titres de créances négociables<sup>1</sup>

L'encours global des titres de créances négociables (toutes devises confondues) a légèrement décrû au cours du trimestre sous revue, revenant de 333,2 milliards d'euros à 330,2 milliards (arrêté au 26 septembre). L'encours des titres courts (certificats de dépôt et billets de trésorerie) a, lui aussi, enregistré une baisse, en partie saisonnière, à 277,5 milliards, contre 281,8 milliards.

En matière réglementaire, la Loi sur la sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 a apporté quelques modifications portant sur le marché des billets de trésorerie, dont principalement l'admission comme émetteurs potentiels des États, des fonds communs de créance et des associations sous le régime de la loi 1901 répondant à certaines conditions.

#### Encours toutes devises confondues

	(en milliards d'euros)		
	26 septembre 2003	27 juin 2003	31 décembre 2002
CD	206,2	208,7	186,2
BT	71,3	73,1	72,8
BMTN	52,7	51,4	55,1
<b>Total</b>	<b>330,2</b>	<b>333,2</b>	<b>314,1</b>

#### Les émissions de certificats de dépôt négociables

L'encours global des certificats de dépôt s'est maintenu à la fin du troisième trimestre 2003 à un niveau relativement stable comparativement au trimestre précédent. Après s'être replié à 191 milliards d'euros à la mi-juillet, pour se redresser à 202 milliards fin août, l'encours des certificats de dépôt en euros s'est établi à 199 milliards au 26 septembre, contre 200 milliards au 27 juin.

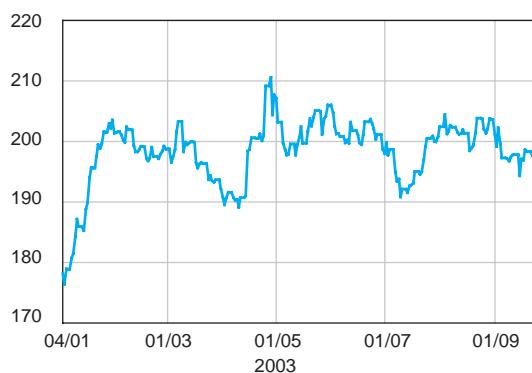
Cette stabilité globale cache des situations hétérogènes. L'encours de certains émetteurs parmi les plus importants a ainsi diminué significativement. Si certaines diminutions d'encours reflètent le contexte macro-économique moins porteur, elles sont également, pour certains émetteurs, le résultat d'un arbitrage des sources de financement au profit d'autres devises que l'euro. Ces arbitrages permettent,

après *swap* de change, d'obtenir marginalement de meilleures conditions de financement.

En termes de coût de financement, le passage de fin d'année sur les maturités à 3 mois vaut environ 3 à 4 points de base pour la plupart des émetteurs, soit un niveau moindre que celui de l'année dernière à la même époque. Les conditions de liquidité sont jugées bonnes par les émetteurs.

#### Certificats de dépôt négociables

(encours en milliards d'euros)



Les statistiques de souscription révèlent que les établissements de crédit ont vu leur part s'accroître à 39 %, contre 35 % le trimestre précédent, au détriment principalement des OPCVM (21 % contre 22 %) et des sociétés industrielles et commerciales (16 % contre 19 %).

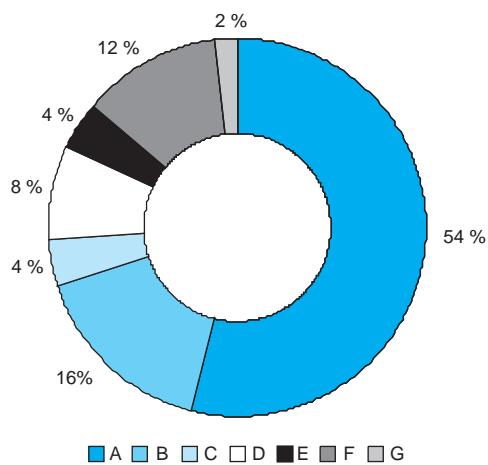
La ventilation des émissions, par durées initiales, réalisées au cours du trimestre reste assez proche des compositions observées lors du trimestre précédent. Le segment à très court terme (durée initiale de 1 à 3 jours) est toujours privilégié, avec 54,2 % du total de la production, contre 55,5 % pour le deuxième trimestre.

<sup>1</sup> Les données statistiques relatives à ce marché sont diffusées par la Banque de France sur plusieurs supports :  
– Site Internet (<http://www.banque-france.fr>) ;  
– Cahier des titres de créances négociables ;  
– Situation hebdomadaire du marché des titres de créances négociables.

### Émissions de certificats de dépôt par tranches de durées

Troisième trimestre 2003

(en %)



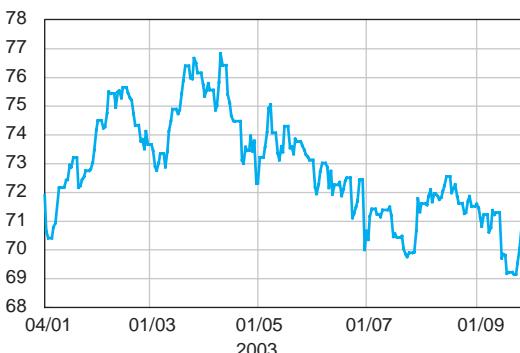
- A: de 1 jour à 3 jours
- B: de 4 jours à 9 jours
- C: de 10 jours à 19 jours
- D: de 20 jours à 40 jours
- E: de 41 jours à 3 mois
- F: plus de 3 mois à 6 mois
- G: plus de 6 mois à 1 an

### Les émissions de billets de trésorerie

La période estivale sur le marché des billets de trésorerie (BT) a été, comme à l'accoutumée, caractérisée par un niveau d'activité relativement restreint. Le volume global d'émission ne s'est ainsi élevé qu'à 158 milliards d'euros, contre 165 milliards pour le trimestre précédent. Ceci a eu pour résultat un repli de l'encours des billets de trésorerie libellés en euros, qui est revenu à 70,6 milliards d'euros à fin septembre, contre 72,4 milliards à fin juin. Dans ce contexte général, peu d'émetteurs ont accru leur présence. Parmi les hausses d'encours significatives ressortent néanmoins celle de Metro AG (+ 867 millions d'euros, pour atteindre 972 millions au 26 septembre), émetteur non résident récemment arrivé sur le marché, et celle d'Alstom (+ 768 millions d'euros, pour un encours de 848 millions à fin septembre), société engagée dans un plan de restructuration financière.

### Billets de trésorerie

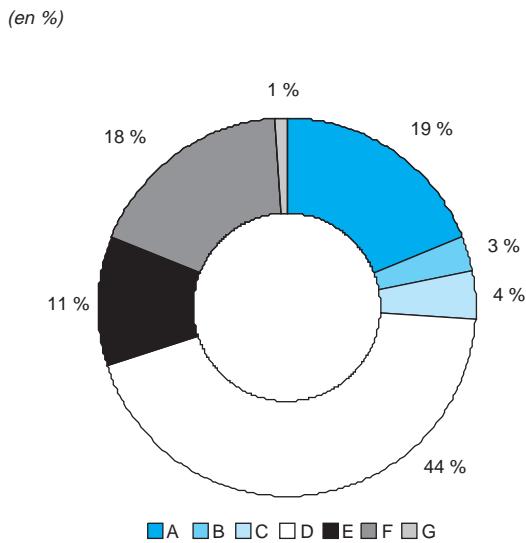
(encours en milliards d'euros)



Les programmes de billets de trésorerie notés A-1 et/ou P-1 constituent toujours la part la plus importante de l'encours, avec un peu plus de 60 %. Viennent ensuite les programmes notés A-2 et/ou P-2 (16 %), la catégorie A-1+ (10%) et les catégories de notation inférieure (6 %). Les émetteurs non notés ont représenté 8 % de l'encours total.

La ventilation des émissions, par durées initiales, réalisées au cours de la période est stable par rapport à celle du deuxième trimestre. Les maturités comprises entre 20 et 40 jours ont été les plus traitées (avec 44 % du total, contre 42 % précédemment), devant les émissions à très court terme (19 %, contre 23 %) et celles d'une durée initiale allant de 3 à 6 mois (18 % de la production, sans changement).

**Émissions de billets de trésorerie par tranches de durées**  
Troisième trimestre 2003

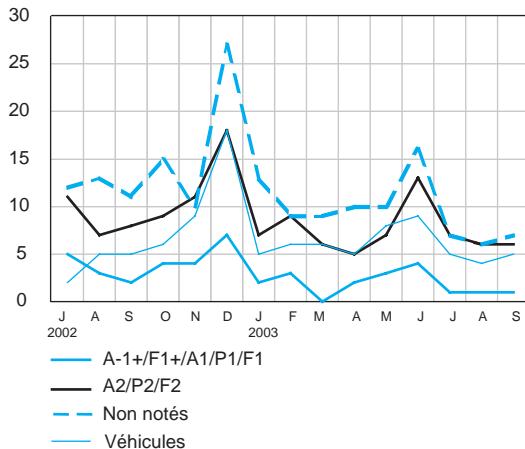


A: de 1 jour à 3 jours  
B: de 4 jours à 9 jours  
C: de 10 jours à 19 jours  
D: de 20 jours à 40 jours  
E: de 41 jours à 3 mois  
F: plus de 3 mois à 6 mois  
G: plus de 6 mois à 1 an

Les banques et les OPCVM, à l'origine de plus de 95 % du montant des souscriptions de la période, ressortent toujours comme les principales contreparties du marché.

Après le renchérissement observé au cours du passage de fin de semestre, les écarts de taux à 1 mois entre billets de trésorerie et swaps Eonia sont revenus à leur niveau antérieur, voire en deçà, dès le mois de juillet et n'ont pas changé significativement au cours du reste de la période.

**Spreads billets de trésorerie – swaps**  
Maturité 1 mois

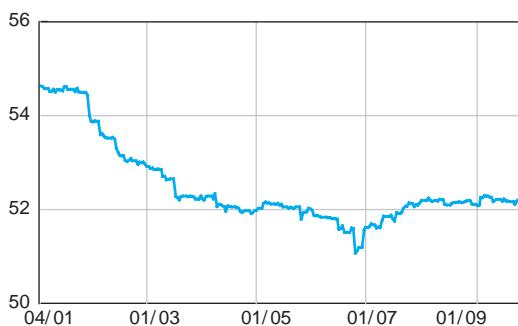


**Les émissions de bons à moyen terme négociables**

L'encours de bons à moyen terme négociables (BMTN) en euros s'est légèrement redressé au cours du troisième trimestre, passant de 51,2 milliards d'euros fin juin à 52,2 milliards fin septembre. Cette progression résulte principalement du niveau d'activité enregistré pour les deux principaux intervenants du marché : la Société générale, dont l'encours au 26 septembre est passé à 10,4 milliards d'euros, contre 9,8 milliards au terme du trimestre précédent, et Entenial (6,6 milliards d'euros, contre 5,7 milliards).

**Bons à moyen terme négociables**

(encours en milliards d'euros)



Comme à l'accoutumée, les contreparties bancaires et les organismes de placement collectif ont souscrit la plus large part du montant global d'émission (plus de 80 % du total).

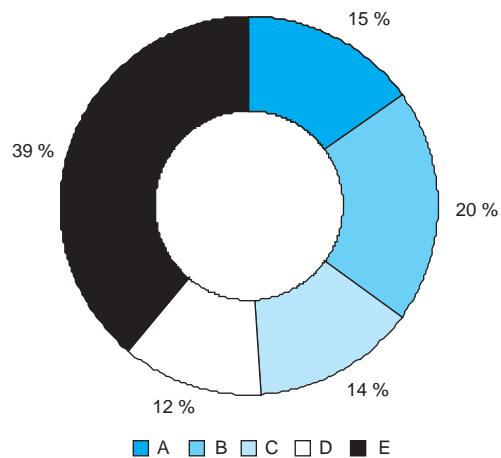
À la différence du trimestre précédent, où le segment de 2 à 3 ans avait été le plus sollicité, les émissions longues, à plus de 7 ans, ont été privilégiées, à hauteur de 40 %.

Les taux variables ou révisables ont constitué le mode de rémunération prédominant (40 % du montant de la production) avec l'Eonia comme principal index de référence. Les émissions à taux fixes ont représenté 37 % du total. Les produits structurés, reposant principalement sur des supports actions ou obligations, ont représenté 23 % du montant global d'émission. Sur les durées plus courtes, les autres plages d'émission ont été sollicitées de façon relativement équilibrée.

#### Émissions de bons à moyen terme négociables par tranches de durées

Troisième trimestre 2003

(en %)



A: de 1 an 1 jour à 2 ans

B: plus de 2 ans à 3 ans

C: plus de 3 ans à 5 ans

D: plus de 5 ans à 7 ans

E : plus de 7 ans

# Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2003

*L'enquête a été réalisée pour le compte de la Banque de France et d'Euronext par TNS Sofres, en mai 2003, auprès d'un échantillon représentatif de la population française âgée de 15 ans et plus, composé de 9 182 personnes qui ont répondu à un questionnaire adressé par voie postale.*

*Selon les résultats de ce sondage, les Français ne remettent pas en cause la préférence donnée aux produits d'assurance-vie — ils sont 11,9 millions à en détenir, soit 26,5 % de la population — mais manifestent un intérêt soutenu pour les placements en titres. Le nombre de porteurs de valeurs mobilières — actions cotées, titres d'OPCVM, fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), obligations — progresse même légèrement : il atteint 10,2 millions en mai 2003 — soit 22,6 % des Français âgés de 15 ans et plus — contre 9,8 millions en mai 2002.*

*Le nombre d'actionnaires individuels se stabilise, en 2003, à 7,2 millions, soit 16 % des Français âgés de 15 ans et plus. Il avait augmenté de 1 million en 2002 à la suite de certaines opérations d'introduction en bourse (Crédit agricole notamment) dont le succès, dans un contexte de marché difficile, était apparu assez atypique. Face à une baisse prolongée des cours boursiers, les actionnaires individuels, dans leur majorité, ont préféré conserver leur portefeuille d'actions en l'état, limitant les opérations d'achat ou de vente. Dans le même temps, l'actionnariat salarié a poursuivi son développement : 1,9 % des Français âgés de 15 ans et plus déclarent détenir des actions de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, directement ou à travers un FCPE. Le nombre de titulaires de plans d'épargne en actions (PEA) a également progressé.*

*Le nombre de détenteurs de titres d'OPCVM s'élève à 5,3 millions (11,8 % de la population), contre 5,0 millions en 2002. La répartition par types d'OPCVM montre un recentrage sur les produits jugés les plus sécurisants. Le nombre de détenteurs d'obligations baisse à nouveau, poursuivant la tendance observée de 1996 à 2001. Il s'établit à 1,4 million, contre 1,7 million en 2002.*

*Les résultats du sondage montrent enfin qu'en dépit de la diminution du nombre d'opérations en ligne, l'utilisation d'Internet dans la gestion du portefeuille de produits financiers augmente légèrement, essentiellement pour la consultation des comptes et des cours de bourse.*

Dominique ROUGÈS  
Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières

## 1. Stabilité du nombre d'actionnaires individuels

Après la forte augmentation enregistrée entre mai 2001 et mai 2002, le nombre d'actionnaires individuels se stabilise en 2003 autour de 7,2 millions — soit 16,0 % des Français âgés de 15 ans et plus —, après 7,1 millions en 2002<sup>1</sup>.

La forte progression observée entre 2001 et 2002 avait été essentiellement liée aux grandes opérations d'introduction en Bourse (Crédit agricole et Autoroutes du Sud de la France – ASF –) dont le succès auprès des personnes physiques était apparu résulter davantage d'un placement très actif de la part de certains réseaux bancaires que des orientations du marché boursier. Un nombre important de particuliers étaient devenus pour la première fois actionnaires lors de ces opérations.

En l'absence d'opérations comparables, la stabilité observée entre 2002 et 2003 témoigne plutôt d'un certain attentisme des actionnaires individuels, hormis quelques acquisitions au titre de l'épargne salariale et des PEA.

Dans un contexte de marché encore incertain, les actionnaires individuels ont conservé leurs portefeuilles et limité les mouvements sur les comptes-titres : 57 % n'ont réalisé aucune opération d'achat ou de vente d'actions durant l'année précédent l'enquête. On a pu toutefois noter chez les titulaires des « plus gros portefeuilles » (15 000 euros et plus) un repli assez significatif du nombre d'actionnaires par rapport à 2002.

L'actionnariat salarié, à travers un FCPE ou par détention directe d'actions de sa société, fait l'objet d'une diffusion croissante :

- 3,6 % des Français âgés de 15 ans et plus détiennent des parts de FCPE, en légère progression par rapport à l'année dernière (3,4 %)<sup>2</sup> ;
- 1,9 % d'entre eux déclarent détenir des actions de leur entreprise<sup>3</sup>.

Le nombre de détenteurs de PEA est sensiblement plus élevé que dans l'enquête précédente, atteignant 7 millions de Français âgés de 15 ans et plus (15,7 % de la population), contre 6,2 millions en mai 2002. Cette variation (+ 12,9 %), nettement plus importante que celle observée dans l'enquête titres de la Banque de France (+ 1,8 %, selon les *Statistiques sur les PEA bancaires au premier trimestre 2003* publiées en mai dernier), semble en grande partie due à une meilleure qualité des réponses en 2003 que l'année précédente<sup>4</sup>.

Enfin, on continue d'observer une hausse du nombre de détenteurs d'actions de sociétés étrangères qui atteint 1,8 million, soit 4 % des Français âgés de 15 ans et plus, contre 3,1 % en mai 2002 et 2 % en mai 2001.

<sup>1</sup> Compte tenu des intervalles de confiance, on n'observe donc pas d'évolution significative.

<sup>2</sup> Le questionnaire n'a pas permis de distinguer les FCPE investis en actions de l'entreprise des autres FCPE.

<sup>3</sup> L'estimation de l'actionnariat salarié reste délicate, les différents modes de détention possibles, détention directe ou au travers d'un FCPE, n'étant pas toujours bien identifiés par les personnes interrogées. De ce fait, la progression de 0,9 % à 1,9 % est à relativiser compte tenu d'une sous-déclaration probable lors du sondage précédent.

<sup>4</sup> Le nombre de détenteurs de PEA observé en 2003 lors du sondage s'est ainsi rapproché de celui de l'enquête conduite par la Banque de France (7,380 millions).

## **2. Augmentation du nombre de détenteurs de titres d'OPCVM, baisse du nombre de porteurs d'obligations**

Le nombre de détenteurs de titres d'OPCVM augmente à nouveau : 5,3 millions de Français de 15 ans et plus (11,8 % de la population) en détiennent, contre 5,0 millions en 2002.

L'analyse par types d'OPCVM montre un recentrage sur les produits jugés les plus sécurisants dans la conjoncture récente des marchés :

- hausse du nombre de détenteurs d'OPCVM garantis ou assortis d'une protection (1,7 % contre 1,1 % en mai 2002) ;
- légère augmentation du nombre de détenteurs d'OPCVM monétaires (0,6 %, contre 0,4 % en mai 2002) et obligataires (1,0 %, contre 0,8 % en 2002), alors que l'on observait depuis plusieurs années une baisse du taux de détention pour ces deux produits ;
- parallèlement, tendance à la baisse du nombre de détenteurs d'OPCVM actions (5,4 %, contre 5,7 %, chiffre identique à celui de mai 2001).

L'analyse par tailles de portefeuille met en évidence, chez les plus gros portefeuilles (15 000 euros et plus), une importante progression du taux de détention des OPCVM garantis (+ 4,7 points par rapport à 2002) au détriment de la détention d'OPCVM actions (− 5 points).

Stable en 2002, le nombre de détenteurs d'obligations s'inscrit à nouveau dans la tendance baissière observée depuis 1996 : il s'établit en 2003 à 1,4 million, contre 1,7 million en 2002. Cette baisse est plus marquée chez les titulaires des « plus gros portefeuilles » (15 000 euros et plus).

## **3. Utilisation d'Internet un peu plus fréquente dans la gestion de portefeuille de produits financiers**

Internet constitue pour la gestion du portefeuille de produits financiers un outil dont l'usage se répand malgré la diminution du nombre d'opérations en ligne :

- 8,6 % des détenteurs de produits financiers autres que des comptes ou livrets d'épargne (assurance-vie, obligations, actions, OPCVM) déclarent utiliser Internet pour la gestion de leur portefeuille (7,2 % en mai 2002), soit 1,5 million d'utilisateurs (contre 1,1 million en mai 2002). Cette proportion s'élève à 15,1 % (12 % en mai 2002) chez les détenteurs d'actions de sociétés cotées.
- la consultation des comptes-titres reste la raison principale d'utilisation d'Internet (86 %, + 6 points par rapport à mai 2002), devant la consultation des cours de Bourse (68 %, stable par rapport à 2002).

Les autres types d'utilisation (recherche d'information sur les sociétés cotées, conseils en placements et passage des ordres d'achats et de ventes de titres) sont en diminution pour la deuxième année consécutive.

### Porteurs de valeurs mobilières 2003

#### Produits financiers détenus

	(en %)									
	1992	1994	1995	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003
<b>« Actions cotées »<sup>1)</sup></b>	<b>8,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>
Actions de sociétés françaises	nd	15,0								
Actions de sociétés étrangères	nd	2,0	3,1	4,0						
<i>Actions de sociétés européennes</i>	<i>nd</i>	<i>3,6</i>								
<i>Actions d'autres sociétés étrangères</i>	<i>nd</i>	<i>0,9</i>								
<b>« Obligations »</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>
<b>« OPCVM (hors FCPE) »<sup>1)</sup></b>	<b>20,3</b>	<b>17,7</b>	<b>15,6</b>	<b>14,4</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>11,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>
OPCVM actions	6,5	5,6	4,1	3,4	3,1	4,0	5,8	5,4	5,7	5,4
OPCVM obligations	5,8	6,5	5,8	4,9	3,4	2,5	2,2	1,4	0,8	1,0
OPCVM monétaires	12,0	7,6	7,0	4,2	1,8	0,9	0,9	0,6	0,4	0,6
OPCVM diversifiés	0,8	1,3	1,2	1,3	1,4	1,9	3,0	2,4	2,4	2,3
OPCVM garantis/assortis d'une protection	1,5	1,5	1,1	1,1	1,0	0,9	1,6	1,0	1,1	1,7
FCPI/FCPR	nd	0,5	0,2							
OPCVM non précisé	nd	1,2	2,4	2,8	1,4	1,8	0,8	1,9	2,5	2,4
<b>FCPE</b>	nd	nd	nd	nd	nd	nd	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
<b>Actions de son entreprise</b>	nd	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>							
<b>« Valeurs mobilières »<sup>2)</sup></b>	<b>26,7</b>	<b>24,2</b>	<b>22,1</b>	<b>21,2</b>	<b>18,5</b>	<b>18,2</b>	<b>20,5</b>	<b>20,0</b>	<b>22,0</b>	<b>22,6</b>
Contrats d'assurance-vie	–	–	14,5	20,7	24,1	21,6	24,5	23,3	25,7	26,5
Warrants	nd	0,1	0,1							
SCPI ou « pierre-papier »	nd	0,9	0,8							
<b>Comptes ou livrets d'épargne</b>	nd	nd	nd	<b>75,6</b>	<b>76,0</b>	<b>76,5</b>	<b>77,6</b>	<b>79,9</b>	<b>74,9</b>	<b>77,3</b>
<b>PEA</b>									<b>13,9</b>	<b>15,7</b>

1) Les personnes pouvant détenir plusieurs produits financiers, les totaux fournis (actions, OPCVM et valeurs mobilières) ne sont pas égaux à la somme des produits qui les composent.

2) Valeurs mobilières : actions cotées, titres d'OPCVM, obligations

nd : non disponible

**Estimations du nombre de détenteurs des principaux produits financiers**  
(en millions d'individus)

	1992	1994	1995	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Ensemble des Français âgés de 15 ans et plus	43,1	43,2	43,3	43,4	43,6	44,0	44,2	44,7	44,8	45,0
« Actions cotées » <sup>1)</sup>	3,7	5,3	4,8	5,2	5,2	5,2	5,6	6,1	7,1	7,2
Actions de sociétés françaises	nd	6,8								
Actions de sociétés étrangères	nd	0,9	1,4	1,8						
Actions de sociétés européennes	nd	1,6								
Actions d'autres sociétés étrangères	nd	0,4								
« Obligations »	3,3	3,6	2,8	3,0	2,4	2,2	2,0	1,7	1,7	1,4
« OPCVM (hors FCPE) » <sup>1)</sup>	8,7	7,6	6,7	6,2	4,0	4,7	5,1	4,7	5,0	5,3
OPCVM actions	2,8	2,4	1,8	1,5	1,3	1,8	2,5	2,4	2,6	2,4
OPCVM obligations	2,5	2,8	2,5	2,1	1,5	1,1	1,0	0,6	0,4	0,5
OPCVM monétaires	5,2	3,3	3,0	1,8	0,7	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3
OPCVM diversifiés	0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,8	1,3	1,0	1,1	1,0
OPCVM garantis/assortis d'une protection	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8
FCPI/FCPR	nd	0,2	0,1							
OPCVM non précisé	nd	0,5	1,0	1,2	0,6	0,8	0,4	0,8	1,1	1,1
<b>FCPE</b>	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1,5	1,5	1,5	1,6
<b>Actions de son entreprise</b>	nd	0,4	0,8							
« Valeurs mobilières » <sup>2)</sup>	11,5	10,4	9,6	9,2	8,0	8,0	9,0	8,9	9,8	10,2
Contrats d'assurance-vie	nd	nd	6,3	9,0	10,4	9,5	10,8	10,4	11,5	11,9
Warrants	nd	0,0	0,0							
SCPI ou « pierre-papier »	nd	0,4	0,4							
<b>Comptes ou livrets d'épargne</b>	nd	nd	nd	32,8	33,1	33,6	34,3	35,7	33,5	34,8
<b>PEA</b>								6,2	7,0	

1) Les personnes pouvant détenir plusieurs produits financiers, les totaux fournis (actions, OPCVM et valeurs mobilières) ne sont pas égaux à la somme des produits qui les composent.

2) Valeurs mobilières : actions cotées, titres d'OPCVM, obligations  
nd : non disponible

Les principaux résultats de l'étude sont disponibles sur demande ou par téléchargement sur les sites

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr), [www.euronext.fr](http://www.euronext.fr) ou [www.tns-sofres.com](http://www.tns-sofres.com)



# Impact de l'élargissement sur la convergence dans l'Union européenne

*À partir de mai 2004, l'Union européenne (UE) doit réaliser un cinquième élargissement avec l'adhésion de huit pays d'Europe centrale et orientale — PECCO — (Estonie, Hongrie, Pologne, Lettonie, Lituanie, République tchèque, Slovaquie et Slovénie) et de deux pays méditerranéens (Malte et Chypre).*

*Bien que les situations soient différentes d'un pays accédant à l'autre, un processus de convergence en matière d'inflation entre les pays entrants et les membres actuels de l'Union européenne paraît à l'œuvre. En revanche, des écarts significatifs continuent d'être observés en matière de taux d'intérêt à long terme et de finances publiques.*

*L'intégration des dix pays accédants devrait contribuer à augmenter la croissance économique dans l'Union à vingt-cinq. Néanmoins, des écarts importants entre les anciens et les futurs membres de l'UE persisteront durablement, le PIB/habitant en parité de pouvoir d'achat (PPA) des dix pays accédants représentant en moyenne 45 % de celui de l'Union européenne actuelle.*

*Dans ce cadre, la poursuite du processus de convergence réelle et nominale ainsi que l'accélération des réformes après l'adhésion à l'UE revêtent une importance toute particulière pour la mise en œuvre d'une politique économique appropriée en Europe élargie.*

Emmanuel KURTZ  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*  
Service d'études sur les Économies étrangères  
Jean-Patrick YANITCH  
Cyril POUVELLE  
*Direction des Relations internationales et européennes*  
Service des Relations européennes

---

NB : Les auteurs remercient Alexandra Janovskaia, étudiante titulaire du DEA d'économie appliquée de l'Institut d'études politiques de Paris, stagiaire au service d'Études sur les économies étrangères, pour sa contribution précieuse à cette analyse.

À partir de mai 2004, l'Union européenne doit réaliser un cinquième élargissement après l'adhésion de huit pays d'Europe centrale et orientale — PECO — (Estonie, Hongrie, Pologne, Lettonie, Lituanie, République tchèque, Slovaquie et Slovénie) et de deux pays méditerranéens (Malte et Chypre). Cette intégration revêt un caractère particulier par le nombre important de nouveaux impétrants, leur poids démographique (75 millions d'habitants) et par leurs différences structurelles avec les quinze membres actuels.

## 1. Convergence nominale vers et dans l'Union européenne

### 1.1. Les variables économiques reprises dans l'étude portent sur des séries commençant en 1995

La question du choix d'une période de référence est importante pour constituer des séries. Elles ne doivent pas être trop marquées par les chocs économiques propres à la transition vers l'économie de marché concernant les huit PECO qui représentent près de 96 % du produit intérieur brut (PIB) des dix pays accédants. La problématique pour Chypre et Malte est différente dans la mesure où ces pays ont depuis longtemps des structures économiques proches de celles de l'Union européenne et que leur intégration au commerce international est plus ancienne. Nous avons choisi l'année 1995 comme début du processus de convergence nominale. En effet, c'est à partir de cette date que, dans la plupart des pays, la stabilisation macroéconomique a été amorcée. Le ralentissement de l'inflation s'est confirmé après cinq années de forte hausse des prix (près de 100 % d'inflation en moyenne entre 1990 et 1995) et l'ensemble des pays accédants est entré dans une phase de reprise de la croissance à partir de 1995. Des progrès vers la stabilisation des finances publiques ont été obtenus grâce à l'amélioration de la maîtrise des dépenses budgétaires, malgré la baisse des recettes publiques.

### 1.2. Convergence nominale au sein des dix pays accédants

Les progrès de la convergence sont mesurés en comparant, notamment, le degré de dispersion de différents indicateurs parmi les futurs membres de l'Union européenne avec celui des quinze pays membres actuels. Les calculs de pondération concernant les pays accédants prennent en compte le poids du PIB de chaque pays par rapport à la zone constituée par les dix pays accédants.

#### *Rapprochement formel et récent des taux d'inflation*

Le niveau d'inflation moyenne dans les dix pays accédants était bien supérieur à celui de l'Union européenne jusqu'en juillet 2002. Alors que dans l'Union européenne le niveau d'inflation a été stable depuis 1995, l'évolution des taux d'inflation dans les pays accédants montre une nette amélioration : l'inflation en glissement annuel a baissé de 24 % à 5 % entre 1995 et 1999, puis elle s'est stabilisée jusqu'en 2001. Une phase de désinflation a été amorcée à partir de juillet 2002. En juin 2003, le glissement annuel de l'inflation s'est établi à 1,8 %

**Principaux indicateurs structurels et macroéconomiques de l'UE et des pays accédants en 2002 – sauf indication contraire**

	Population (Millions) (2001)	PIB/Habitant euros SPA (a) (2001)	Croissance du PIB (moyenne)	Inflation (moyenne)	Taux d'intérêt à long terme	Solde public (% du PIB)	Dette publique (% du PIB)	Chômage (% de la population active)
<b>Moyenne UE à quinze</b>	<b>379,6</b>	<b>23 210</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>4,92</b>	<b>- 1,9</b>	<b>62,7</b>	<b>7,7</b>
Allemagne	82,3	24 000	0,2	1,3	4,79	- 3,6	60,9	9,8
Autriche	8,1	25 740	1,1	1,7	4,95	- 0,6	67,5	4,3
Belgique	10,3	25 260	0,7	1,6	4,97	0,1	105,8	7,3
Danemark	5,4	26 660	2,1	2,4	5,00	2,1	45,2	5,2
Espagne	40,3	19 510	2,0	3,6	4,95	- 0,1	54,0	11,3
Finlande	5,2	24 170	2,2	2,0	4,89	4,7	42,7	9,1
France	60,9	23 870	1,2	1,9	4,86	- 3,1	59,0	9,0
Grèce	10,9	15 020	4,0	3,9	5,12	- 1,2	104,9	9,9
Irlande	3,9	27 360	6,9	4,7	4,92	- 0,2	33,2	4,4
Italie	57,9	23 860	0,4	2,6	5,03	- 2,3	106,7	9,0
Luxembourg	0,4	44 160	1,1	2,1	4,70	2,5	5,6	2,9
Pays-Bas	16	26 670	0,2	3,9	4,89	- 1,1	52,5	2,2
Portugal	10,3	16 059	0,4	3,7	5,04	- 2,7	57,8	5,0
Royaume-Uni	58,8	23 530	1,9	1,3	4,90	- 1,4	38,6	3,1
Suède	8,9	23 700	1,9	2,0	5,30	1,3	52,4	4,0
<b>Moyenne des dix pays accédants</b>	<b>75</b>	<b>10 700</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>6,30</b>	<b>- 4,8</b>	<b>40,0</b>	<b>13,5</b>
Estonie	1,4	9 240	5,8	3,6	3,37 (b)	1,3	4,4	5,4
Chypre	0,8	17 180	2,2	2,8	4,83	- 3,5	56,0	3,3
Hongrie	10	12 250	3,3	5,2	6,50	- 4,1	53,0	5,9
Lettonie	2,4	7 750	6,1	2,0	6,50	- 3,0	15,0	8,5
Lituanie	3,7	8 960	6,7	0,4	4,44 (c)	- 2,0	23,6	10,9
Malte	0,4	Na	1,0	2,2	5,44	- 6,2	66,1	5,5
Pologne	38,6	9 410	1,4	1,9	5,73	- 4,1	43,7	18,1
République tchèque	10,3	13 700	2,0	1,4	3,79	- 3,9	24,3	9,8
Slovaquie	5,4	11 200	4,4	3,3	5,12	- 7,2	35,0	17,4
Slovénie	2	16 210	3,2	7,5	2,64 (c)	- 2,6	28,0	11,3
<b>Moyenne UE à vingt-cinq</b>	<b>454,6</b>	<b>21 140</b>	<b>1,1(d)</b>	<b>2,2(d)</b>	<b>5,20 (d)</b>	<b>- 2,1 (d)</b>	<b>60,7 (d)</b>	<b>9,0 (d)</b>

(a) SPA : standard de pouvoir d'achat

(b) Taux à un an

(c) Taux à cinq ans

(d) Estimations

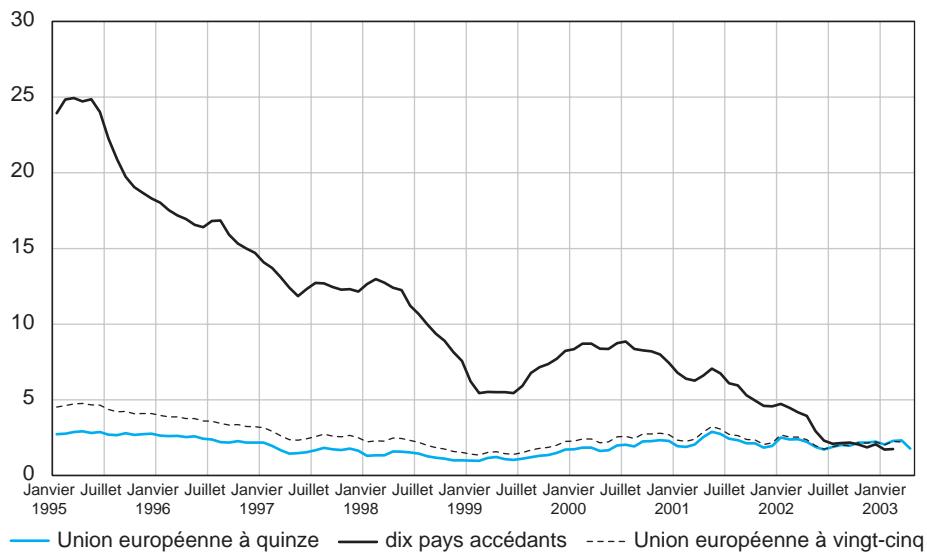
Sources : Eurostat, BCE

dans les pays accédants, taux identique à celui enregistré par l'Union européenne. Le ralentissement de la croissance du PIB qui, en moyenne, est passée de 5 % en 1997, à 2,4 % en 2002, et la stabilisation des taux de change ont accéléré la désinflation dans les pays accédants. Ce mouvement de convergence a été favorisé également par l'amélioration de la concurrence et de la transparence des prix encouragée par les privatisations et la modernisation de l'environnement institutionnel et juridique à partir de 1995. Le maintien par les banques centrales de taux d'intérêt élevés, notamment en Lettonie et en Pologne, a également contribué à accélérer le mouvement de désinflation au cours de cette période. Cette tendance a cependant une composante conjoncturelle et donc transitoire. En effet, le report

de certaines libéralisations des prix de 2002 à 2003, ainsi que la faible croissance dans l'UE, principal débouché pour les exportations des pays accédants, ont été des facteurs de la désinflation dans ces pays en 2002.

### **Taux d'inflation dans l'Union européenne à quinze et dans l'Union européenne à vingt-cinq**

*Glissement annuel en %*

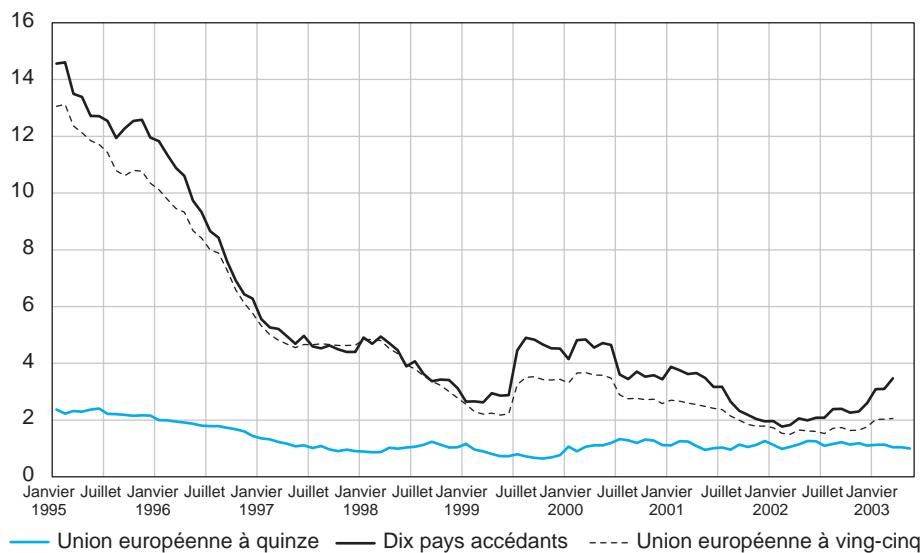


Sources : FMI, Eurostat

La dispersion des taux d'inflation des membres actuels de l'Union européenne a été assez stable depuis 1995. Dans les pays accédants, une réduction forte de l'inflation a été obtenue grâce au changement profond dans les anticipations inflationnistes du fait, notamment, de la stabilisation macroéconomique instaurée dans le cadre de l'adhésion à l'Union européenne et des anticipations d'entrée à terme dans la zone euro. La dispersion s'est réduite de plus des deux tiers entre 1995 et 1999, avant d'augmenter sensiblement à partir de juillet 2002. En juillet 2003, le taux d'inflation s'est établi, notamment, à -1 % en Lituanie et à -0,1 % en République tchèque contre 8,7 % en Slovaquie et 6 % en Slovénie. Cette situation entraînerait de fait une hausse de la dispersion de l'inflation dans l'hypothèse d'une Union européenne à vingt-cinq.

### Dispersion de taux d'inflation dans les membres actuels de l'Union européenne et dans l'Union européenne à vingt-cinq

Glissement annuel en %



Source : FMI ; calculs Banque de France

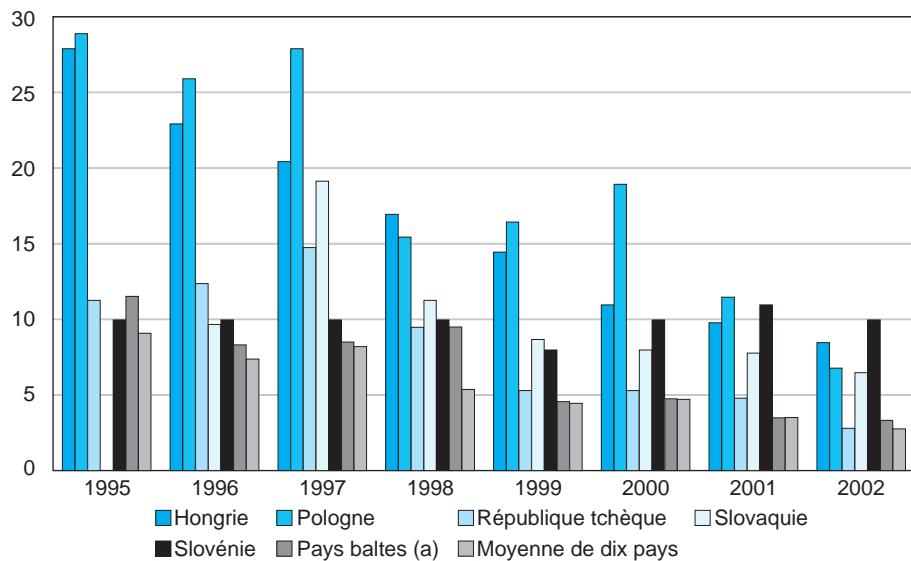
### Des taux d'intérêt nettement plus élevés que dans l'Union européenne, y compris en termes réels

Le niveau des taux d'intérêt directeurs nominaux à court terme est un bon indicateur de politique monétaire et de convergence nominale. Il est resté contrasté dans les dix pays accédants. Malgré une tendance à la baisse de 10 % en 1995 à 4,5 % en 2002, les taux des banques centrales demeurent plus élevés que ceux de l'Union européenne, comme en Hongrie où le principal taux directeur s'est établi à 9,5 % en juillet 2003. Pour les membres actuels de l'Union européenne, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme les plus bas et les plus élevés était de 11 % en 1995, contre 20 % pour les pays accédants.

Le niveau important des taux d'intérêt réels à court terme est imputable, notamment, à la mise en œuvre de politiques restrictives dans un certain nombre de pays accédants, comme en Pologne, où ils ont dépassé 2 % à partir de 1995, ou en Hongrie, depuis 2000, où les taux d'intérêt réels sont passés de 1 %, à 4,8 % en juin 2003.

**Taux directeurs dans les pays accédants**

en %



(a) À noter que pour les pays en currency board, il ne s'agit pas à proprement parler d'un taux directeur, mais plutôt d'un taux interbancaire de référence.

Sources : Eurostat, BERD

La convergence des taux d'intérêt à long terme est également assez rapide. Les écarts sur les rendements à dix ans entre les pays membres de l'Union européenne, et les pays accédants se sont sensiblement réduits depuis 2001 et s'établissaient en moyenne à 1,4 % à la fin 2002. Les taux d'intérêt à long terme dans les principaux pays accédants (Hongrie, Pologne, République tchèque) se rapprochent peu à peu de ceux de l'Allemagne. Pour les membres actuels de l'Union européenne, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme les plus hauts et les plus bas était de 10,4 % en 1995, chiffre presque quatre fois supérieur à celui observé au sein des pays accédants (2,7 % en 2002).

Cette situation est, notamment, imputable à la réduction de la prime de risque induite par l'annonce de la future adhésion à l'Union européenne. Cette évolution favorable des taux d'intérêt à long terme ne saurait dissimuler la persistance de taux d'intérêt réels élevés, proches de 4,4 %, dans les pays accédants depuis 2002. Le niveau des taux d'intérêt réels pèse sur la croissance dans plusieurs pays accédants. Certains ont en effet enregistré des écarts de production<sup>1</sup> négatifs en 2002, notamment la Pologne (- 1,3 %), la Slovaquie (- 0,6 %), la République tchèque et la Slovénie (- 0,2 %). L'écart sur les taux d'intérêt à long terme peut s'expliquer, en particulier, par la persistance de déséquilibres budgétaires récurrents dans les pays accédants. Ces facteurs sont importants dans la mesure où la volatilité des taux de change reste plutôt limitée dans la plupart des pays qui ont adopté un

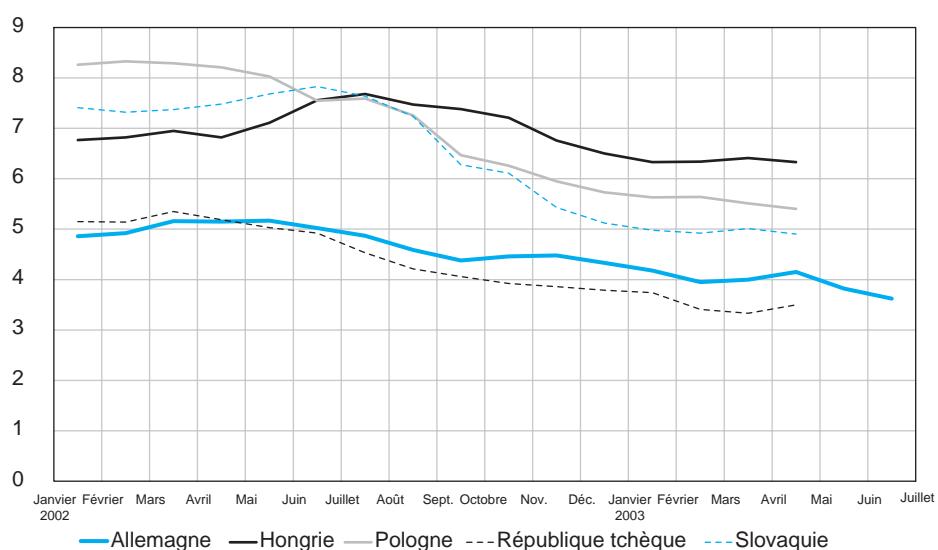
<sup>1</sup> Ou « output gap », défini comme la différence entre le taux de croissance effectif et le taux de croissance potentielle d'une économie

régime de change flexible. De plus, le volume assez faible des marchés de titres publics (en moyenne 30 % du PIB dans les principaux pays accédants contre près de 90 % dans l'UE) rend difficile la comparaison avec les pays de l'Union européenne.

La dispersion des taux d'intérêt à long terme, qui s'est réduite à partir de 2002, a assez fortement fluctué dans les pays accédants en raison de situations économiques assez contrastées. Toutefois, une tendance sensible au rapprochement des niveaux confirme la convergence des taux d'intérêt à long terme.

### Taux d'intérêt à dix ans en Allemagne et dans les pays accédants

(en %)



Source : BRI

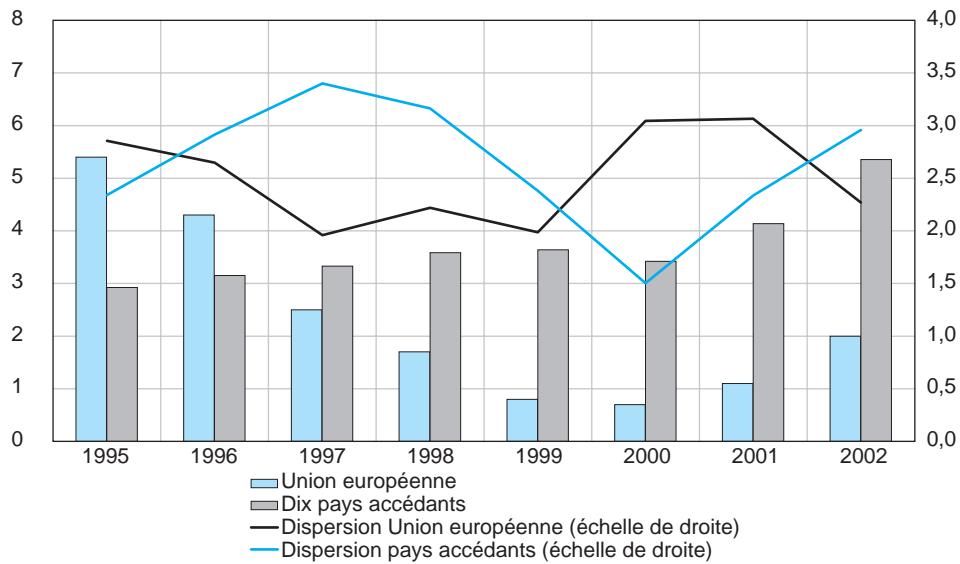
### Des marges de manœuvre budgétaires fortement entamées

#### Une évolution préoccupante des déficits publics

Après la stabilisation enregistrée dès 1995, la situation des finances publiques s'est détériorée à partir de 2001, notamment en Hongrie, en Pologne et en Slovaquie où le déficit budgétaire a dépassé 5 % du PIB en moyenne. Le déficit des finances publiques dans les dix pays accédants s'est établi à 4,8 % du PIB en 2002 contre 3,8 % du PIB en 2001, malgré l'amélioration de la situation financière dans les pays baltes depuis 2000 dans un contexte de croissance soutenue proche de 6 % par an.

**Déficit budgétaire dans l'UE et dans les dix pays accédants**

(en % du PIB)



Source : BCE

*Une dynamique parfois inquiétante de l'endettement public*

Le niveau de l'endettement public, qui représente en moyenne, en 2002, 40 % du PIB, selon les normes comptables de l'Union européenne, est en forte hausse depuis 2000 (37,5 % du PIB). Le niveau moyen relativement modéré cache toutefois des situations disparates. L'endettement public apparaît ainsi particulièrement faible dans les trois pays baltes. Il est beaucoup plus élevé à Chypre et surtout à Malte, qui est, pour l'heure, le seul des dix à dépasser le seuil des 60 % du PIB prévu par les règles de l'Union économique et monétaire (UEM).

Le niveau pour l'instant modéré est dû au fait que les pays sortant de la période communiste, à l'exception de la Pologne et de la Hongrie, étaient très faiblement endettés au début de la période de transition (annulations de dettes).

Cette situation favorable risque cependant d'être remise en cause par le creusement récent des déficits publics alors même que l'on observe un certain tarissement des recettes de privatisation. En 2002, tous les pays accédants, à l'exception de Chypre et de l'Estonie, ont enregistré un déficit primaire<sup>2</sup>.

L'alourdissement de l'endettement observé depuis 2000 a été consécutif à l'accroissement de la dette publique en République tchèque (25 % du PIB en 2002, contre 16,7 %), à Malte (66 % du PIB, contre 60,7 %) et en Pologne (43,7 %, contre 37,7 %). En revanche, l'endettement public en Hongrie est revenu à hauteur

<sup>2</sup> C'est-à-dire un solde public négatif hors paiement des charges d'intérêt

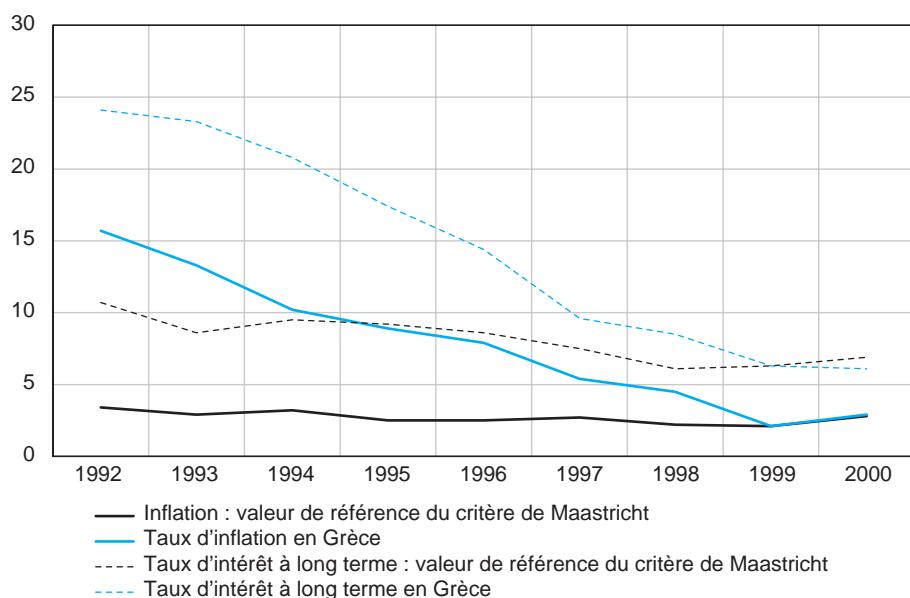
de 47,8 % du PIB en 2002, contre 55,4 % en 2000. En dépit d'un montant de dette publique sensiblement moins élevé dans les pays accédants que dans les pays de l'Union européenne (62,7 % du PIB), le processus de convergence a été amorcé. Le niveau de dispersion s'est stabilisé à un niveau plus élevé et la dispersion des résultats pour les PECO diminue sensiblement entre 1995 et 2002.

### 1.3. Exemples passés : convergence nominale de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne

L'expérience passée des pays de la cohésion — la Grèce, l'Espagne et le Portugal —, qui ont connu aussi un rattrapage de revenus par habitant avec les autres pays de l'UE, montre que la convergence nominale et réelle a été obtenue de manière conjointe grâce à des mesures visant à encourager la stabilisation économique au cours des années quatre-vingt-dix. L'accroissement de la flexibilité du marché du travail et la libéralisation des prix ont contribué à ralentir l'inflation et à accélérer la convergence réelle.

#### Convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme en Grèce, 1992-2000

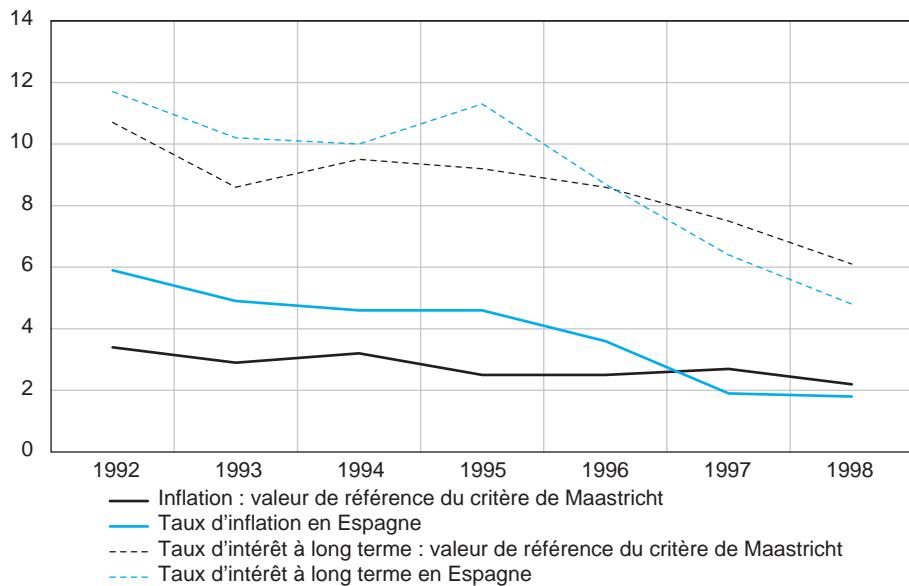
(en %)



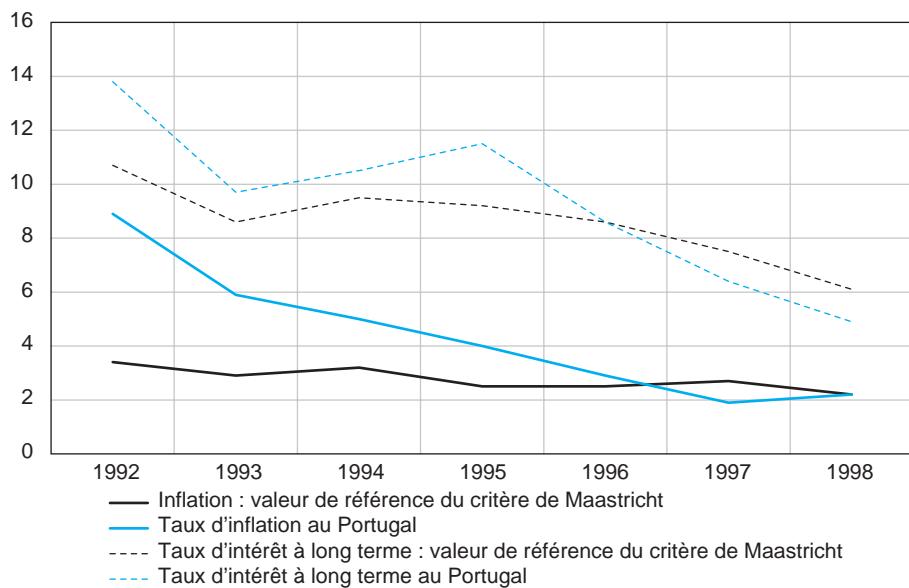
Source : Eurostat

**Convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme en Espagne, 1992-1998**

(en %)

**Convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme au Portugal, 1992-1998**

(en %)



Source : Eurostat

## 2. Convergence réelle et structurelle

### 2.1. Écart persistant du PIB par habitant entre actuels et futurs membres de l'Union européenne

L'augmentation du PIB/habitant moyen (en PPA) des pays accédants a été de 1,3 point entre 1997 et 2001, année où il a représenté 48 % du PIB moyen de l'Union européenne (46,7 % en 1997).

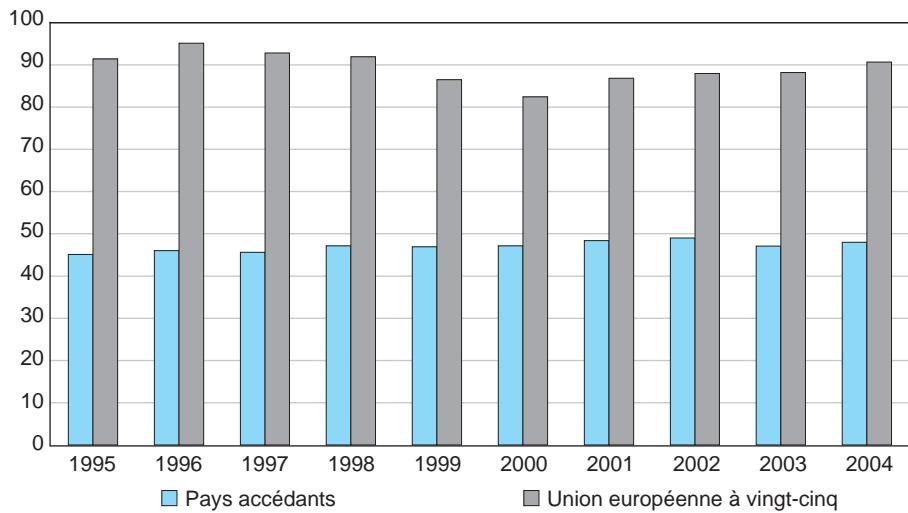
En 2002, le PIB/habitant de la République tchèque (59 % de la moyenne de l'UE) et de la Hongrie (51 %) a été comparable à celui de la Grèce et du Portugal, respectivement 62 % et 52 %, au moment de leur adhésion à l'UE en 1981 et en 1986. Deux autres pays accédants de plus faible dimension, Chypre et la Slovénie, ont un PIB/habitant correspondant à 74 % de la moyenne de l'UE, sensiblement supérieur à ceux de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal.

Il est intéressant de noter qu'au cours de la décennie qui a suivi leur adhésion (années 1980 pour la Grèce, fin des années quatre-vingt et années quatre-vingt-dix pour l'Espagne et le Portugal), la convergence réelle des trois pays de la cohésion en termes de PIB/habitant (en PPA) s'est poursuivie à un rythme plus lent.

Les écarts en termes de PIB/habitant (en PPA) sont restés élevés entre les pays accédants et l'Union européenne. L'écart le plus faible et l'écart le plus important par rapport à l'Union européenne ont concerné, respectivement, la Pologne et Chypre, qui ont représenté 39,8 % et 76,5 % du PIB moyen de l'Union européenne en 2001 (37,5 % et 80,8 % en 1997). L'intégration des dix nouveaux pays devrait entraîner une baisse du PIB/habitant (en PPA) dans l'UE à vingt-cinq, de l'ordre de 13 %, par rapport au PIB moyen de l'actuelle Union européenne.

**PIB/habitant dans les pays accédants et dans l'Union européenne à vingt-cinq**

(en % du PIB/habitant de l'Union européenne)



Source : Eurostat ; calculs Banque de France

**2.2. Croissance du PIB**

L'expérience des pays de la cohésion montre encore que la croissance économique s'est poursuivie après leur adhésion à l'UE (Grèce en 1981, Espagne et Portugal en 1986). La croissance du PIB pour l'Espagne et le Portugal après l'adhésion (période 1986-2000) s'est même accrue (cf. tableau ci-dessous).

**Croissance du PIB**

	(moyenne annuelle, en %)					
	1960-1981	1960-1986	1973-2000	1981-2000	1986-2000	1960-2000
Grèce	4,84	3,73	1,23	1,22	1,64	2,91
Espagne	4,08	3,64	2,09	2,63	2,93	3,39
Portugal	4,76	4,08	2,39	2,88	3,45	3,86
Union européenne	2,42	2,31	1,34	1,24	1,03	1,86

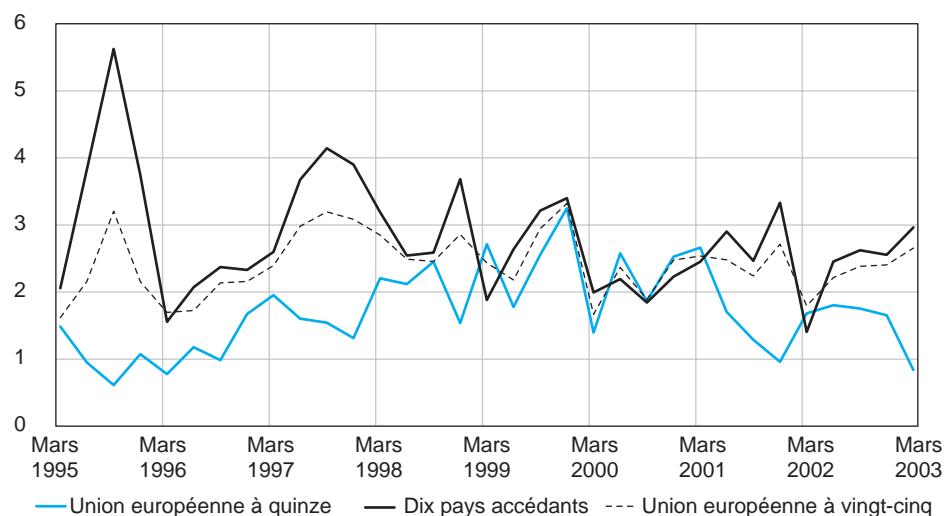
Source : Vienna Institute For International Economic Studies (WIIW)

Dans les pays accédants, la poursuite de la croissance soutenue, qui a été de 3,8 % en moyenne entre 1995 et 2002, aurait un impact positif sur la progression de l'activité dans l'UE à vingt-cinque. La croissance moyenne de l'UE, qui s'est établie en moyenne à 2,2 % sur la même période, gagnerait 0,2 point de PIB. La forte dispersion de la croissance dans l'UE à vingt-cinque est imputable à la faible corrélation des cycles économiques entre les deux zones, malgré l'importance des échanges commerciaux des pays accédants avec l'UE (60 % de leur commerce extérieur). De fait, le rattrapage impose une plus forte progression de l'investissement et de la consommation des ménages dans les pays accédants. Cette situation n'exclut pas qu'il puisse y avoir des taux de corrélation d'activité assez

élevés dans certains pays comme en Hongrie (78 %) et en Pologne (65 %), malgré une croissance inégale dans ces deux pays depuis 1995. De plus, la corrélation des cycles dans l'industrie entre l'Union européenne et les pays accédants (97 % pour la Hongrie, 78 % pour la Slovénie et 70 % pour la Pologne) est plus élevée en raison de l'importance des échanges intra-branches entre ces deux zones dans ce secteur. Une étude récente du ministère français de l'Économie et des Finances<sup>3</sup> montre que si, en général, les échanges intra-branches entre ces deux zones se situent à un niveau inférieur à celui existant entre pays accédants ou entre pays de l'UE à quinze, ils sont en revanche plus développés dans l'industrie, en raison du poids des investissements directs étrangers en provenance de l'UE à quinze.

### Dispersion des taux de croissance du PIB dans l'UE à quinze et dans l'UE à vingt-cinq

(glissement annuel en %)

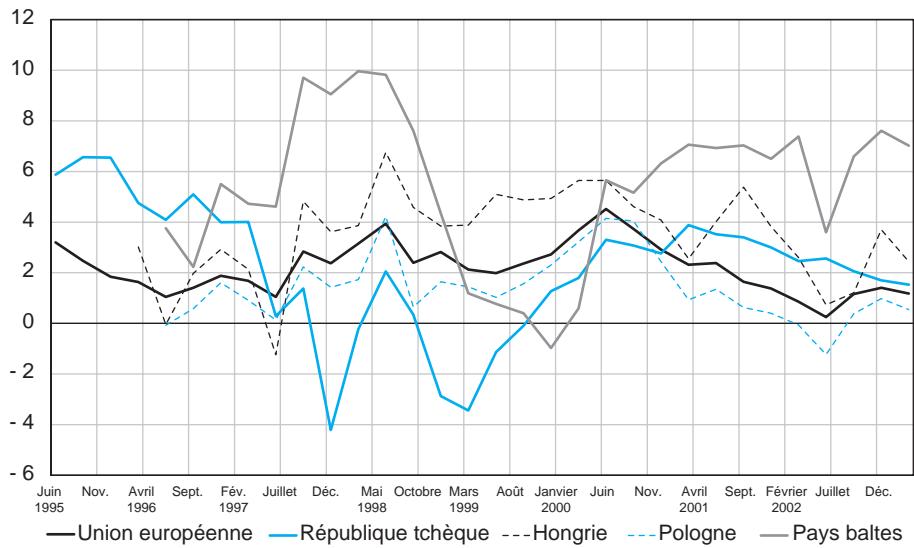


Source : Eurostat ; calculs Banque de France

<sup>3</sup> J. Lefilleur, J.-J. Boillot, Y. Lepape : « Quel avenir au commerce intra-PECO ? », septembre 2003, MINEFI-DREE Élargissement

**Taux de croissance moyen dans l'UE à quinze et dans certains pays accédants**

(en %)



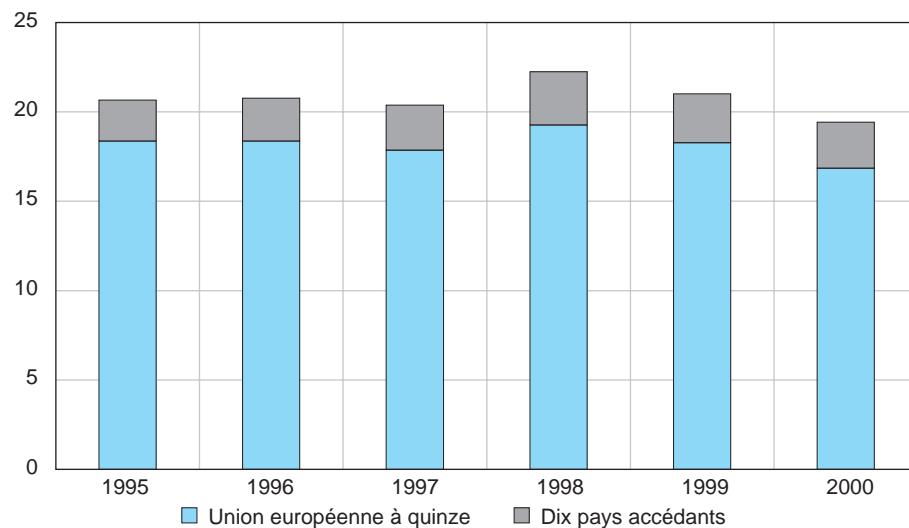
Source : Eurostat, Calculs : Banque de France

### 2.3. Participation à l'activité économique internationale : concentration des échanges au sein de l'UE à vingt-cinq

L'élargissement a pour effet statistique de réduire mécaniquement la participation de l'UE à vingt-cinq à l'activité économique internationale en termes de ratio des échanges extérieurs par rapport au commerce mondial. En conséquence, le taux d'ouverture commerciale diminue. Les échanges se concentrent dans l'UE à vingt-cinq et le commerce intra-UE à vingt-cinq représentera 70 % du commerce total de la zone en 2004.

### Part des importations et des exportations de l'UE à quinze et de l'UE à vingt-cinq dans le commerce mondial

(en %)



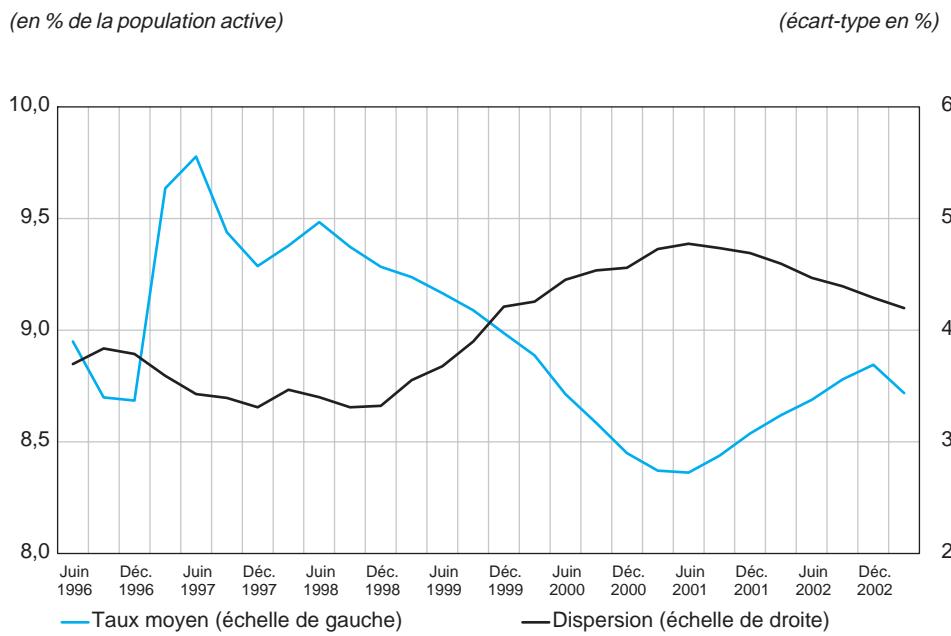
Source : Eurostat

#### 2.4. Situation du chômage et taux d'activité

La dispersion du taux de chômage baisse sensiblement dans l'Union européenne à quinze. Cette évolution se renverse avec l'élargissement. La dispersion de taux de chômage (calcul de l'écart type) dans les dix pays accédants est en effet beaucoup plus forte. Elle atteint plus de 4 % contre 2,5 % dans l'Union européenne actuelle. Des contrastes importants persistent dans les pays accédants (le taux de chômage est de 3,3 % à Chypre et autour de 18 % en Pologne ou en Slovaquie).

Le taux d'activité dans les pays accédants, qui s'est élevé à 45,6 % en 2002, est moins important que dans l'UE (47,9 %). La baisse du taux d'activité amorcée depuis 2001, après la hausse observée à partir de 1998, risque statistiquement de freiner la croissance du taux d'emploi dans l'UE à vingt-cinq, qui atteindrait 47,5 % en 2002.

### Taux de chômage dans l'Union européenne à vingt-cinq



Source : Eurostat ; calculs Banque de France

### 3. Perspectives à moyen terme et enjeux de politique économique

#### 3.1. Convergence nominale : une soutenabilité incertaine

##### *Difficultés de la poursuite de la désinflation*

La poursuite d'un processus soutenable de convergence nominale vers les États membres de la zone euro, notamment dans le domaine de l'inflation, après l'adhésion à l'UE et l'entrée dans le mécanisme de change européen (MCE2), reste difficile. Le rapprochement du rythme de hausse des prix vers la valeur de référence<sup>4</sup> fixée à 2,9 % en 2002 dans la zone euro est plus lent pour la Hongrie et la Slovaquie que pour les pays baltes, la Pologne et la République tchèque.

En ce qui concerne les taux d'intérêt de la politique monétaire, le processus est encore loin d'être achevé compte tenu des différentiels d'inflation qui persistent entre les taux des pays accédants et ceux de la zone euro.

Il est possible que le processus de désinflation se heurte à un problème de soutenabilité dans un avenir proche, notamment après l'adhésion des pays accédants.

<sup>4</sup> Moyenne arithmétique des trois meilleures performances en matière d'inflation au sein de l'Union européenne, plus 1,5 point, selon la définition des critères de Maastricht.

Différentes sources de relance du différentiel d'inflation avec les membres actuels de l'UE sont identifiables.

- *Le rattrapage des niveaux de prix avec l'UE à quinze* : actuellement, il existe un écart très important dans le niveau des prix entre les pays accédants et les États membres de l'UE à quinze (cf. tableau ci-dessous).

#### Niveaux de prix relatifs dans les pays accédants

	2000		2001	
	Niveau de prix	Écart avec la moyenne UE-15	Niveau de prix	Écart avec la moyenne UE-15
Estonie	46,4	53,6	51,22	48,8
Hongrie	45,7	54,4	48,71	51,3
Lettonie	47,4	52,6	47,91	52,1
Lituanie	53,8	46,2	52,13	47,9
Pologne	54,5	45,5	60,90	39,1
Slovénie	66,4	33,6	66,60	33,4
Slovaquie	41,0	59,0	42,07	57,9
République tchèque	45,7	54,3	46,91	53,1
Moyenne UE à quinze	100,0	–	100,00	–

Source : Eurostat

L'adhésion des nouveaux membres et la poursuite de leur intégration économique favoriseront la convergence des prix au sein de l'Union élargie, même s'il ne s'agit pas d'un processus d'harmonisation absolu. Dans cette perspective, le niveau actuel des prix au Portugal peut servir de référence minimale pour élaborer un scénario de rattrapage des prix dans les nouveaux membres vers la moyenne de l'UE à quinze. Selon que l'on fait l'hypothèse d'une convergence rapide (5 ans), moyenne (10 ans) ou lente (20 ans) des prix dans les nouveaux membres vers le niveau existant au Portugal, les estimations de tensions inflationnistes provenant du rattrapage des prix seront plus ou moins élevées (cf. tableau ci-dessous). Pour avoir une estimation du taux moyen annuel d'inflation dans les futurs États membres, il convient d'ajouter les chiffres obtenus au taux d'inflation moyen dans l'UE à quinze ; le tableau suivant fournit le surcroît d'inflation résultant d'une convergence absolue des prix avec le Portugal.

#### Différentiels d'inflation dans les pays accédants par rapport à l'UE à quinze : Trois scénarios de rattrapage du niveau des prix au Portugal

	Convergence rapide	Convergence moyenne	Convergence lente
Estonie	7,6	3,7	1,8
Hongrie	8,7	4,3	2,1
Lettonie	9,1	4,4	2,2
Lituanie	7,2	3,6	1,8
Pologne	3,9	1,9	1,0
Slovénie	2,1	1,1	0,5
Slovaquie	11,9	5,8	2,9
République tchèque	9,5	4,6	2,3

Source : Banque des Pays-Bas, direction de la Politique économique et monétaire (étude non publiée)

- *La poursuite de l'effet Balassa-Samuelson* : il pourrait s'accélérer à la suite de l'adhésion à l'UE. Selon celui-ci, les écarts d'inflation entre pays sont dus aux différentiels de gains de productivité entre secteurs exposé et abrité d'une économie, ce qui permet d'expliquer pourquoi un pays en ratrappage enregistre une tendance à la hausse de son taux d'inflation et de son niveau général des prix. En effet, un tel pays tend à enregistrer une croissance de la productivité plus rapide dans le secteur des biens échangeables, c'est-à-dire ouvert à l'échange international, que dans le secteur des biens non échangeables (*e.g.* : l'immobilier et les services de proximité). Un accroissement de la productivité dans le secteur des biens échangeables a pour effet une progression des salaires dans ce secteur. Le facteur travail étant supposé mobile, ces hausses de salaires se propagent au secteur des biens non échangeables. Cependant, étant donné que les hausses de salaires dans le secteur abrité ne correspondent pas à une hausse de la productivité, elles aboutissent à une augmentation des coûts et des prix dans ce secteur, et donc à une hausse du niveau général des prix. Dès lors, plus le différentiel de croissance de la productivité entre les secteurs ouverts et abrités d'une économie est important, plus la hausse de l'indice des prix à la consommation sera élevée, toutes choses restant égales par ailleurs.
- *La hausse des prix administrés* : elle a été différée en 2002 et reportée à 2003, notamment en Hongrie, en Lettonie et en Slovénie, où les prix administrés (portant sur les logements, l'énergie, les transports et la santé) représentent encore près de 25 % de l'indice des prix à la consommation. En juillet 2003, en glissement annuel, la hausse des prix s'est ainsi établie en Slovaquie à 12,1 % pour les cigarettes et à 7,1 % pour les transports publics et l'énergie, et en Hongrie à 12 % pour les prix administrés du gaz.
- *La mise en œuvre de l'acquis communautaire* : dans le cadre de l'harmonisation fiscale des pays accédants avec l'Union européenne, elle devrait notamment entraîner une augmentation des taux d'imposition frappant un certain nombre de biens de consommation et d'investissement et donc de leur prix (alcool et tabac en octobre 2003 en République tchèque ; essence, tabac et bière en juillet 2003 pour la Slovaquie ; cigarettes et matériaux de construction avant la fin 2003 en Pologne ; cigarettes et diesel en Lituanie en 2004).

Selon certains analystes, la libéralisation des prix et la mise en œuvre de la politique agricole commune (PAC) entraîneraient un surcroît d'inflation de 0,5 à 1,5 point dans les nouveaux États membres par rapport au niveau atteint dans les membres actuels, et l'effet Balassa-Samuelson un surcroît d'inflation compris entre 1 et 3 points.

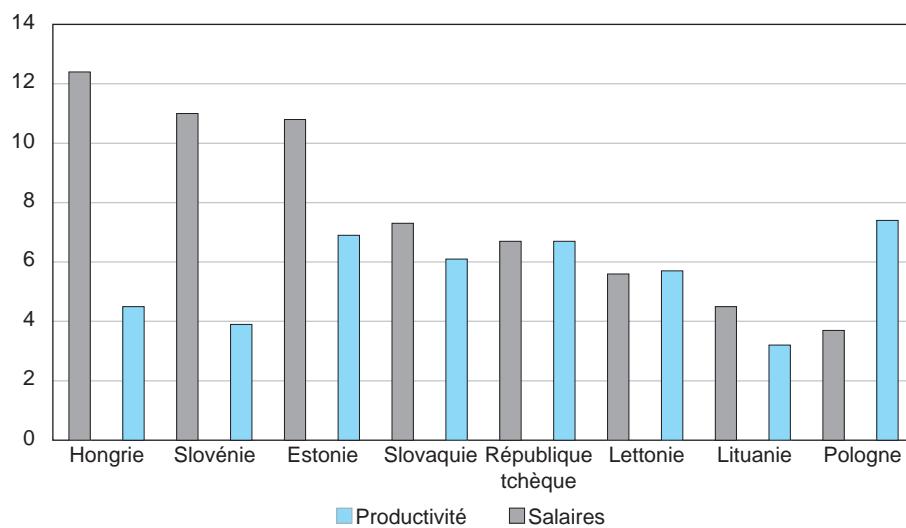
- *La hausse des salaires nominaux* : elle a été contrastée dans les pays accédants en 2002. Les hausses les plus importantes ont eu lieu en Hongrie (13,4 %, selon les estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI)), en Estonie (10,8 %), en Slovénie (9,8 %) et en Slovaquie (7,7 %) où elles ont dépassé l'augmentation de la productivité du travail (4,4 % en Hongrie, 6,9 % en Estonie, 4,6 % en Slovénie et 6,1 % en Slovaquie). Cette situation a été, notamment, imputable au système de négociations salariales tripartites entre l'État, les employeurs et les salariés, qui favorise l'alignement des salaires du

secteur public sur ceux du secteur privé. En particulier, l'augmentation importante en Hongrie fait suite à la hausse de 50 % des traitements des trois quarts des employés du secteur public au mois de septembre 2002, laquelle a fait suite au relèvement de 25 % du salaire minimum décidé par le gouvernement en janvier 2002 (après une revalorisation de 57 % en janvier 2001). En Slovénie, le mécanisme d'indexation des salaires sur l'inflation permet une augmentation annuelle plus élevée des rémunérations des employés du secteur public, notamment dans le domaine de l'éducation et de la santé, que du secteur privé. Le dynamisme des salaires a été parfois favorisé par le recul du taux de chômage de 0,8 point en Estonie et en Slovaquie et de 0,5 point en Slovénie.

Cependant, la situation du marché du travail est contrastée dans les pays accédants. En Hongrie par exemple, l'augmentation des rémunérations s'est produite parallèlement à une hausse du chômage, qui s'est établi à 5,9 % en 2002, après 5,4 % en 2001. La progression globale du chômage dans l'Union européenne à vingt-cinq imputable à la modernisation des pays accédants, notamment dans le secteur agricole, imposera la mise en œuvre d'une politique de coordination visant à limiter les risques de reprise de l'inflation et à éviter une détérioration de l'emploi grâce à une plus grande flexibilité du marché du travail.

### **Salaires moyens et productivité du travail dans les PECO en 2002**

(variation annuelle en %)



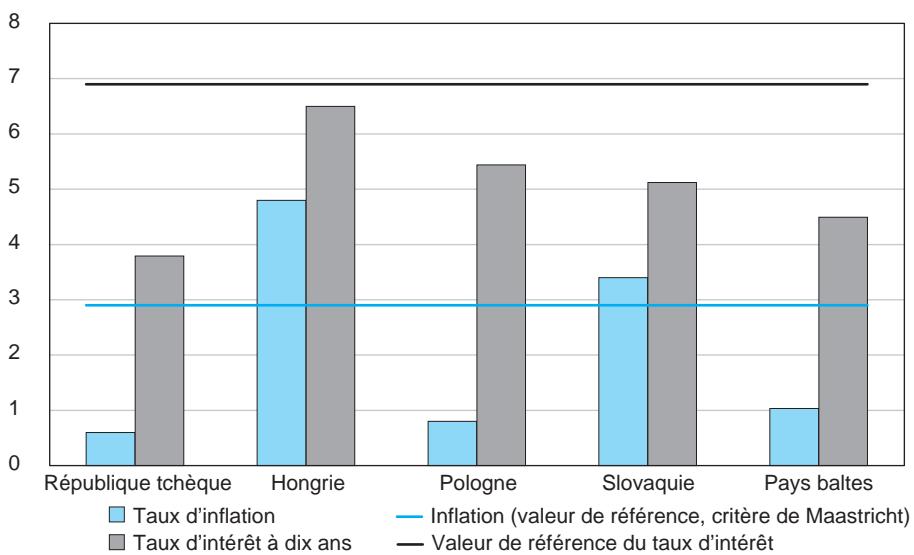
Source : BRI

***Une convergence des taux d'intérêt à long terme soumise aux anticipations des marchés***

S'agissant de l'évolution des taux d'intérêt à long terme des pays accédants, la situation est moins problématique dans la mesure où pour la majorité d'entre eux, les rendements sont inférieurs au taux de référence<sup>5</sup> fixé à 6,9 % pour les taux à dix ans dans la zone euro en 2002. Ceci est dû en grande partie aux « *convergence plays* », c'est-à-dire à l'anticipation par les marchés d'une entrée à terme en zone euro.

**Inflation et taux d'intérêt à dix ans dans les pays accédants et valeurs de référence (critères de Maastricht) pour la zone euro en 2002**

(en %)



Sources : BCE, BRI

***La situation des finances publiques : le défi de la consolidation budgétaire***

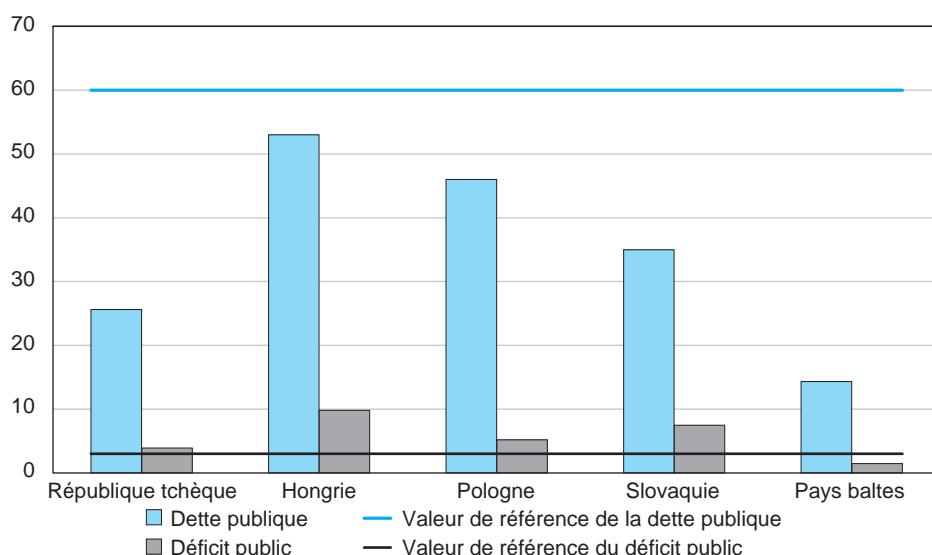
S'agissant de la situation des finances publiques, la stabilisation puis la diminution du déficit public demeurent le problème principal. Le déficit public moyen pondéré des pays accédants s'est établi à 5,3 % du PIB en 2002. La situation paraît s'aggraver en 2003. Seuls les pays de petite dimension (pays baltes et Slovénie) ont enregistré des déficits publics ne dépassant pas 3 % du PIB, qui est le ratio de référence établi dans les critères de Maastricht, malgré des différences structurelles : les dépenses publiques ont représenté 44 % du PIB en Slovénie, alors qu'elles ont été inférieures à 35 % du PIB en moyenne dans les pays baltes.

<sup>5</sup> Moyenne arithmétique des taux de rendement des emprunts phare à dix ans des trois pays de l'Union européenne ayant eu les meilleures performances en matière d'inflation, plus 2 points, selon la définition des critères de Maastricht.

Les nombreux défis auxquels vont devoir faire face les pays accédants conduisent à s'interroger sur leur capacité à stabiliser leurs finances publiques. Ces pays connaîtront en particulier des besoins de financement croissants à la suite de leur adhésion à l'UE (liés notamment au financement de la mise aux standards européens de l'appareil administratif et des infrastructures et au cofinancement national des aides structurelles communautaires) et du fait de la poursuite du processus de rattrapage. Une large part de ces besoins de financement incombera au budget des États. Les dix nouveaux membres devront donc trouver des sources de financement saines et soutenables.

#### Valeurs de référence (critères de Maastricht) de convergence nominale et situation des finances publiques dans les dix pays accédants en 2002

(en % du PIB)

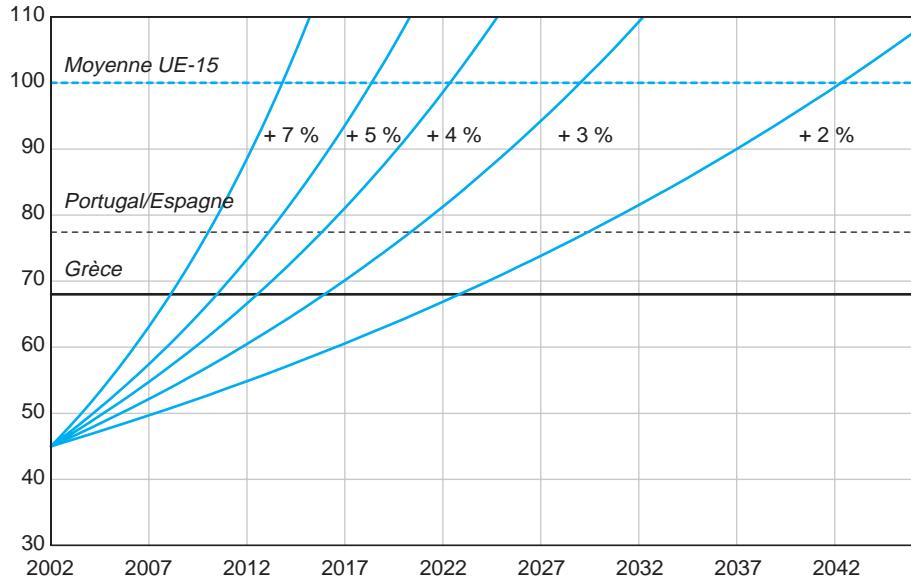


Source : BCE

### 3.2. Convergence structurelle et réelle : un processus de long terme

Le processus de convergence réelle représente l'un des enjeux les plus importants pour la cohésion de l'Union européenne à vingt-cinq. Il favorisera la mise en œuvre d'une politique économique cohérente dans l'Union européenne. Toutefois, le rattrapage pourrait être long pour la majorité des pays accédants, compte tenu de leur retard en termes de PIB/habitant et de la lenteur des réformes, concernant notamment la modernisation du système financier, par rapport à la Grèce ou à l'Espagne au moment de leur adhésion à l'UE.

À partir du niveau actuel de PIB/habitant relatif dans les dix pays accédants (45 % du PIB/habitant moyen de l'Union européenne à quinze en 2002) et en fonction du différentiel de croissance avec l'Union européenne à quinze, le processus de rattrapage peut requérir plus ou moins de temps. L'horizon temporel pour rattraper la moyenne de l'Union européenne à quinze s'échelonne entre 2014 et 2043 (cf. graphique ci-dessous), selon l'importance du différentiel de croissance en faveur des pays accédants. Selon que l'on retient une hypothèse optimiste (7 %) ou pessimiste (2 %) du différentiel de croissance, l'horizon temporel pour rattraper le niveau relatif actuel de la Grèce serait compris entre 2008 et 2023.

**Pays candidats : scénarios de rattrapage réel en fonction du différentiel de croissance avec l'UE à quinze***PIB/habitant en SPA (moyenne 100 = UE-15)*

Source : Banque de France

À quelques mois de leur entrée dans l'Union européenne, la situation des pays accédants concernant la convergence nominale et réelle demeure contrastée. Les progrès en matière de désinflation ont été substantiels, même si des tensions importantes persistent dans certains pays ; la convergence en matière de taux d'intérêt à long terme a été également sensible, en partie en raison de l'anticipation par les marchés de l'entrée à terme de ces pays dans la zone euro. En revanche, en matière de finances publiques, de nombreux pays enregistrent des déficits élevés et des dettes publiques en forte croissance. La convergence des revenus réels implique un processus de long terme ; cela explique le maintien d'un large écart en termes de PIB/habitant entre les pays accédants et la moyenne de l'Union européenne à quinze (le PIB/habitant des pays accédants représentait, en 2002, 45 % de la moyenne de l'Union européenne à quinze en parité de pouvoir d'achat, et 20 % aux taux de changes courants).

L'entrée des dix nouveaux membres dans l'Union européenne aura un impact certain sur leur convergence. Si l'on peut s'attendre à ce que l'abaissement des barrières aux échanges et aux investissements, ainsi que la libre circulation des travailleurs, stimulent leur activité, il n'est pas certain que le différentiel de croissance avec les quinze membres actuels soit suffisant pour permettre un rattrapage rapide des revenus réels. S'agissant de la convergence nominale, la dynamique de croissance, le rattrapage des niveaux de prix, la poursuite de la libéralisation des prix administrés, l'harmonisation des impôts indirects, notamment, pourraient poser des problèmes de soutenabilité au processus en cours de désinflation. Dans le même temps, les dépenses liées à l'adhésion et au rattrapage représenteront un défi pour la stabilisation et la diminution des déficits publics.

À ce stade, il convient de souligner que les processus de convergence réelle et nominale sont complémentaires et doivent être poursuivis en parallèle. Tout d'abord, la convergence réelle favorise la convergence nominale. En effet, les réformes structurelles conduisent à un environnement de taux d'inflation et d'intérêt plus faibles ; elles permettent aussi une amélioration des conditions de l'offre de l'économie ainsi qu'un accroissement du potentiel de croissance. En sens inverse, la convergence nominale favorise la convergence réelle, en assurant un ancrage des anticipations d'inflation et la stabilité de l'environnement macroéconomique.

Cependant, un processus de convergence nominale artificiellement accéléré et donc non soutenable, permettant de remplir rapidement et de manière formelle les critères de Maastricht, pourrait avoir pour effet de ralentir le processus de convergence réelle. Cela réduirait la capacité des nouveaux membres de l'Union européenne à intégrer dans de bonnes conditions l'Union monétaire.



# Le modèle de prévision Mascotte pour l'économie française : principales propriétés et résultats de variantes

*Mascotte, Modèle d'Analyse, de prévision et de Simulation de la COnjoncture TrimesTriElle, est la nouvelle version du modèle macroéconométrique de prévision de la Banque de France pour l'économie française. À l'occasion du changement de base des comptes nationaux (base 1995), la version précédente de ce modèle a été simplifiée, re-spécifiée sur la base de fondements théoriques explicites et ré-estimée. Ce modèle est utilisé à titre principal pour effectuer les projections macro-économiques sur un horizon de deux à trois ans. L'article décrit la structure d'ensemble du modèle, en accordant une importance particulière à la boucle « prix-salaires ». Des variantes réalisées avec le modèle sont aussi présentées, soit reproduisant des chocs « stylisés » — choc de politique monétaire et choc de demande en Allemagne — soit des variantes contre-factuelles, comparant l'impact de la montée du prix du pétrole en phase d'appréciation du dollar (1999-début 2002), puis de dépréciation du dollar (2002-2003).*

Mustapha BAGHLI

Véronique BRUNHES-LESAGE

Olivier DE BANDT

Henri FRAISSE

Jean-Pierre VILLETELLE

*Direction générale des Études et des Relations internationales*

*Service d'Études macro-économiques et de Prévision*

## 1. Introduction

Mascotte, modèle d'analyse, de prévision et de simulation de la conjoncture trimestrielle, est un modèle économétrique utilisé par la Banque de France pour la réalisation de projections macroéconomiques d'ensemble en prenant en compte les interactions entre variables au niveau macro-économique. Ces projections sont effectuées deux fois par an sur un horizon de deux à trois ans dans le cadre du Système européen de banques centrales, sur la base d'hypothèses de cadrage communes à l'ensemble des Banques centrales nationales (ECB, 2001). L'agrégation, à l'échelle de la zone euro, des prévisions réalisées par chacun des pays est alors présentée dans les éditions du Bulletin mensuel de la BCE de juin et décembre. Entre autres hypothèses, les projections sont faites à taux de change nominaux constants et à politique économique inchangée. C'est la raison pour laquelle la version du modèle présentée ici ne comporte pas de fonction de réaction — ni monétaire, ni budgétaire — et les taux d'intérêt et de change nominaux sont exogènes. S'y ajoutent des hypothèses communes sur l'environnement international (demande mondiale, prix du pétrole, prix de nos concurrents) qui sont exogènes à Mascotte.

La modélisation économétrique à la Banque de France a beaucoup évolué au cours de ces dernières années. Comme dans beaucoup d'autres institutions, il est apparu évident que l'approche quantitative des phénomènes économiques ne pouvait plus être faite avec un modèle unique. Plusieurs autres modèles sont utilisés à la Banque de France. Les projections de court terme (jusqu'à trois trimestres) sont réalisées avec des modèles plus appropriés pour cet exercice, basés sur des étalonnages d'enquêtes de conjoncture et utilisant des données conjoncturelles de haute fréquence (ISMA, 2000, Irac et Sébillot, 2002). Les prévisions de prix à la consommation (IPCH) sont détaillées, en cohérence avec la prévision macroéconomique d'ensemble, à partir d'un modèle de prévision spécifique (Jondeau *et alii*, 1999, Baghli et Pluyaud, 2003). Ces projections macroéconomiques sont par ailleurs conditionnées et mises en cohérence avec les projections de finances publiques (Adenot *et alii*, 2001 ; Bouthevillain, 2003). Mais, dans cet ensemble de modèles, le modèle macro-économétrique reste le principal outil de cadrage des projections.

Le changement de base des comptes nationaux (passage à la base 1995) a été l'occasion de re-spécifier et ré-estimer la version précédente du modèle de prévision de la Banque de France<sup>1</sup>. Les changements de spécifications effectués ont été décidés en vue de simplifier et de définir plus précisément les propriétés de long terme du modèle. Deux aspects de la modélisation ont donné lieu à une attention particulière : le comportement des entreprises et la détermination de l'équilibre du marché du travail au travers de la formation des salaires ; le rôle des taux d'intérêt dans les comportements des agents et ses implications dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Certains des éléments de la version précédente du modèle ont été publiés dans Économie et Prévision (1998). Par la suite, seule la réestimation de l'équation d'investissement en base 1990 a été présentée dans Irac et Jacquinot (1999).

<sup>2</sup> Pour plus de détails, voir Baghli *et al.*, équipe Mascotte (2003).

Nous présenterons successivement les principales caractéristiques du modèle Mascotte (partie 2), avant de mettre l'accent, dans la partie 3, sur un des aspects du modèle qui possède une importance particulière pour une Banque centrale, à savoir la « boucle prix-salaires ». Nous exposerons ensuite, en partie 4, les résultats de plusieurs variantes d'ensemble réalisées avec Mascotte.

## 2. Structure d'ensemble

Mascotte est un modèle de taille réduite, comportant une cinquantaine d'équations économétriques complétées par des équations comptables<sup>3</sup>. Relativement maniable, il est destiné avant tout à la prévision à l'horizon de 2 ou 3 ans et peut aussi être utilisé pour étudier des scénarios alternatifs à court terme. C'est un modèle à un secteur, sauf pour le commerce extérieur, qui comprend une décomposition en trois produits.

La spécification de chaque bloc du modèle repose sur la formulation d'un certain nombre de relations fournies par la théorie économique. Comme l'illustre le graphique 1 ci-après, Mascotte, comme beaucoup de modèle de projection, est d'un type communément qualifié de « néo-keynésien ». L'aspect « keynésien » tient au fait qu'à court terme les prix et les salaires présentent un certain degré de rigidité et que le niveau de l'activité est essentiellement déterminé par la demande. À plus long terme, cet aspect « keynésien » laisse place à des mécanismes cohérents avec une conception plus « néo-classique » de l'équilibre macroéconomique. Si l'équilibre de court terme n'est pas soutenable, les prix et les salaires s'ajustent progressivement. Les évolutions de prix et de salaires modifient la compétitivité de la France vis-à-vis du reste du monde, ce qui influence le commerce extérieur. Les variations de prix modifient également le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profit, ce qui influe sur la situation des entreprises et donc la formation de capital. Au total, le niveau d'activité est affecté, ce processus perdurant jusqu'à trouver un équilibre soutenable. En particulier, la soutenabilité de l'équilibre se caractérise par le retour du taux de chômage à son niveau d'équilibre de long terme.

Le développement de ce type de modèles n'a cependant pas suivi les développements les plus récents de la macro-économie. En particulier, et même si un effort important a été réalisé à l'occasion de cette version, il ne repose pas systématiquement sur des spécifications dérivées de programmes d'optimisation des agents (« *micro-foundations* »), ne traite pas explicitement des anticipations et relève encore d'une spécification « bloc par bloc » plutôt que d'une approche d'équilibre global<sup>4</sup>. Ces lacunes s'expliquent largement par le fait que Mascotte est avant tout destiné à une utilisation à des fins de projection, ce qui requiert un certain degré d'adéquation des résultats simulés par le modèle avec les données

<sup>3</sup> Un modèle comporte un certain nombre d'équations comptables — par exemple, un agrégat défini comme la somme de ses composantes — et de définition — par exemple, un taux de change effectif, moyenne pondérée de taux de change bilatéraux. Les équations les plus importantes sont les équations économétriques, retracant les comportements économiques — consommation, investissement, détermination des prix et des salaires.

<sup>4</sup> Pour une modélisation des comportements macro-économiques comportant des mécanismes d'anticipations rationnelles, voir, par exemple, Jacquinot et Mihoubi (2000).

ainsi que la stabilité des relations. Or, cette exigence entre souvent en conflit avec l'utilisation de spécifications d'équations directement issues de la théorie économique.

Par ailleurs, comme tout modèle économétrique, Mascotte est sensible à d'éventuels changements de régime tels que le passage à l'Union monétaire et la formation de la zone euro en ont peut-être constitué. Toutefois, il est encore trop tôt pour mettre en évidence des changements des comportements les plus susceptibles d'avoir été affectés par la création de la zone euro, à savoir les modes de fixation des salaires ou le commerce extérieur. De plus, l'ensemble des comportements ne sont pas généralement affectés simultanément par un changement de régime, si bien que d'éventuelles ruptures peuvent être gérées au cas par cas, équation par équation. Ainsi, par exemple, Mascotte prend en compte une rupture dans la formation des salaires au cours de la première moitié des années quatre-vingt, liée à la désindexation des salaires sur les prix. De même, le taux de salaire agit désormais à la fois sur l'offre et la demande de travail, alors qu'il existait auparavant un certain consensus de fait sur la faible sensibilité de la demande de travail à son coût relatif<sup>5</sup>. En outre, la déréglementation financière de la fin des années quatre-vingt et la mise en place de politiques de régulation monétaire par les taux d'intérêt ont pour effet de donner un rôle plus important que par le passé aux variables monétaires et financières : les taux d'intérêt à court terme agissent sur la demande de crédit de trésorerie et sur les variations de stocks ; les taux à long terme ont un effet sur l'investissement des entreprises (effet coût du capital) et des ménages. Mascotte contient aussi une formalisation explicite des flux d'intérêt.

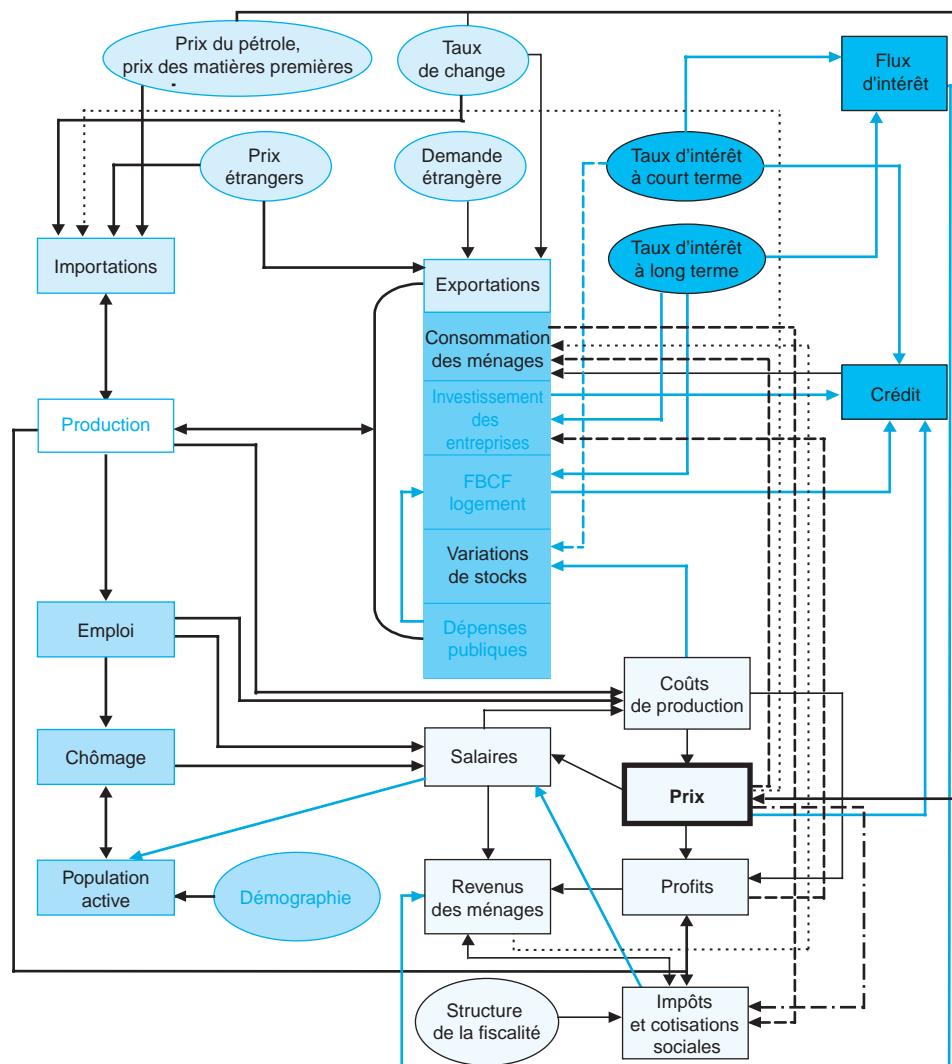
Le graphique 1 ci-après décrit l'ensemble des interactions entre variables, les flèches de couleur bleue indiquant les liaisons introduites à l'occasion de la ré-estimation du modèle<sup>6</sup>.

Au sein de la sphère nominale, les interactions entre le système de prix et de salaires jouent un rôle central. C'est pourquoi la « boucle prix-salaires » est étudiée plus en détail dans la partie suivante.

<sup>5</sup> Voir *Économie et Prévision* (1998), *op. cit.*, chap. 1

<sup>6</sup> La version ultérieure de Mascotte va chercher à intégrer un bloc financier plus complet sur la base de travaux préliminaires réalisés à la Banque de France sur la demande de crédit du secteur privé.

**Graphique 1**  
**Structure générale du modèle macroéconomique**



### 3. La boucle prix-salaires

Comme dans la plupart des modèles macro-économétriques, Mascotte rend compte de l'interdépendance des prix et des salaires. Ce bloc constitue le cœur du mécanisme de stabilisation des sphères nominale et réelle du modèle.

Les salaires, comme composante principale du revenu des ménages, contribuent à déterminer le niveau de consommation de ces agents économiques et donc une partie de la demande intérieure adressée aux entreprises qui décident alors des quantités de capital et de travail à utiliser dans leur processus de production. Les coûts qu'elles supportent, notamment salariaux, définissent leur prix de production sur lequel s'ajustent les prix des produits consommés par les ménages. Ces prix interviennent, en retour, dans les négociations salariales. En outre, la boucle prix-salaires affecte également les parts de marchés à l'exportation de la France et le partage de l'offre en agissant sur la compétitivité des produits français, à l'exportation et à l'importation.

Déterminant central du partage de la valeur ajoutée à long terme, la boucle prix-salaires est composée par une équation de salaire exprimant les aspirations salariales des employés, compte tenu de leur pouvoir de négociation, et d'un système d'équations de prix synthétisant le comportement de marges des entreprises, compte tenu de leurs coûts de production. La confrontation de ces équations conduit à la définition d'un niveau d'équilibre du taux de chômage qui correspond à une situation dite de référence, d'inflation stable et d'utilisation optimale des ressources productives. Ce taux de chômage structurel constitue pour toute Banque centrale une information importante dans la conduite de la politique monétaire. La diminution du taux de chômage en dessous de sa valeur d'équilibre engendre des pressions inflationnistes et des pertes de compétitivité qui peuvent conduire à une intervention de la Banque centrale.

#### 3.1. L'équation de prix de valeur ajoutée

L'équation de prix de valeur ajoutée résulte d'une spécification théorique du comportement d'offre. Le cadre général s'inspire de celui de « la nouvelle approche keynésienne » proposée par Blanchard et Fisher (1989) pour traiter des rigidités nominales ou encore des « micro-macro » modèles qui proposent des fondements micro-économiques aux cycles de court terme tout en spécifiant un équilibre de long terme d'inspiration néo-classique. Dans ce cadre, les entreprises ont un pouvoir de fixation des prix correspondant à un régime de « concurrence monopolistique », c'est-à-dire une situation intermédiaire entre la concurrence pure et parfaite et le pouvoir du monopole. Le degré de concurrence est mesuré par la marge (*« mark-up »*) que les firmes appliquent à leurs coûts de production pour déterminer leur prix. Cette spécification théorique résulte de la maximisation du profit d'une firme représentative sous la double contrainte de sa fonction de production et de son pouvoir de marché.

Les caractéristiques de la fonction de production dépendent des hypothèses concernant les rendements d'échelle, l'incorporation du progrès technique, le nombre de facteurs de production et leur degré de substituabilité. Des considérations d'ordre théorique ont conduit à imposer une représentation de l'économie ayant

des rendements d'échelle constants. Pour garder un modèle relativement simple à la fois dans sa spécification et pour son utilisation — notamment en prévision — nous avons limité le nombre de facteurs de production à trois : l'emploi, le capital-matériel et le capital-bâtiment<sup>7</sup>. Ces derniers peuvent être supposés complémentaires, l'investissement en bâtiment étant souvent préalable à un investissement en matériel. Enfin, après réexamen de la valeur de l'élasticité de substitution entre le capital et le travail — qui joue un rôle crucial dans la spécification du long terme du modèle — nous la fixons à un<sup>8</sup>. La fonction de production est donc de fait de type Cobb-Douglas.

Le taux de *mark-up* appliqué aux coûts de production est supposé constant à long terme et s'exprime en fonction de l'élasticité de la demande adressée à l'entreprise au prix du produit qu'elle fabrique.

La spécification théorique du bloc d'offre pouvait aussi conduire à adopter une cible de long terme de l'équation de prix de valeur ajoutée sous la forme d'une frontière des coûts de facteurs, incluant coût du travail et coût du capital. On a préféré néanmoins utiliser en prévision une équation spécifiant à long terme une élasticité unitaire du prix de valeur ajoutée au seul coût salarial unitaire, car cette spécification fournit un meilleur ajustement aux données.

Par rapport à sa valeur cible, définie par l'application du taux de *mark-up* d'équilibre aux coûts salariaux unitaires, les prix de valeur ajoutée s'ajustent de manière distincte aux composantes du coût salarial unitaire : de manière rapide à une hausse des salaires mais de façon plus progressive à une hausse de la productivité, la répercussion de celle-ci étant lissée sur deux ans (voir encadré 1). Le taux d'utilisation des capacités dans l'équation rend compte de la hausse accélérée du taux de marge des entrepreneurs en régime de croissance contrainte par le niveau de l'offre. Les tensions sur le marché du travail n'influent sur la fixation des prix d'offre qu'indirectement, à travers leur effet sur la fixation des salaires, que nous abordons maintenant.

<sup>7</sup> Des travaux relativement récents ont démontré à nouveau l'intérêt de distinguer le stock de capital matériel du stock de capital bâtiment pour modéliser l'investissement : cf. Irac et Jacquinot (1999), *op. cit.* La distinction était déjà présente dans le modèle Mosaïque de l'OFCE et les versions antérieures du modèle de la Banque de France, en particulier dans Cette (1992).

<sup>8</sup> C'est le choix aussi retenu par De Bandt et Rousseaux (2002), et implicitement aussi par Baghli, Cette et Sylvain (2003). L'élasticité de substitution mesure, à long terme, l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur la productivité du capital ou d'une baisse du coût du travail sur l'emploi. Par ailleurs, elle détermine, selon qu'elle est différente ou non de 1, un effet direct à long terme du progrès technique sur l'emploi.

## Encadré 1

## Équation de prix de valeur ajoutée,

résultats d'estimation

En prenant en compte les déterminants à court terme de l'évolution des prix de valeur ajoutée on obtient :

$$\begin{aligned} \Delta pva_t = & 0,028 - 0,13 \Delta pva_{t-2} + (1 + 0,13 - 0,29 - 0,29 - 0,28) \Delta pva_{t-3} \\ & (2,9) \quad (-1,8) \\ & + 0,29 \Delta pva_{t-5} + 0,29 \Delta csul_t + 0,28 \Delta csul_{t-1} + 0,07 tuc_{t-1} \\ & (4,7) \quad (4,3) \quad (3,9) \quad (4,1) \\ & - 0,03.(pva_{t-1} - csul_{t-1}) \\ & (-2,2) \\ & - 0,018 Du82Q3 + 0,015 Du86Q1 + 0,007 Du93 + \hat{\epsilon}_t \\ & (-3,9) \quad (3,4) \quad (3,0) \end{aligned}$$

avec T = 1972Q2 - 2001Q4, R<sup>2</sup> = 0,85, DW = 1,95,  $\hat{\sigma} = 0,42\%$ .

et  $\epsilon$  un terme d'erreur supposé indépendant et identiquement distribué

pva est le prix de valeur ajoutée, csul, le coût unitaire du travail calculé avec une productivité lissée, tuc, le taux d'utilisation des capacités de production calculé par la Banque de France.

La cible de long terme de cette équation — c'est-à-dire le terme  $(pva_{t-1} - csul_{t-1})$ , écart en logarithme entre le prix de valeur ajoutée et le coût salarial unitaire — peut se voir comme une réécriture de l'équation d'emploi à long terme ou bien encore comme le résultat d'un programme d'optimisation où l'entrepreneur considère le stock de capital comme fixe à court terme. Outre une meilleure adéquation aux données, cette équation a l'avantage de mieux stabiliser la boucle prix-salaires. Par rapport à une équation en coût total des facteurs, elle limite en effet les interactions entre les prix d'investissement et les prix de valeur ajoutée, liés par l'écriture du coût d'usage du capital.

$$C_{kmat} = P_{t,imat} \times \left( \frac{TL}{4} + \delta_{mat} - \frac{1}{4} \times \left( \frac{P_{t,imat} - P_{t-4,imat}}{P_{t-4,imat}} \right) \right)$$

À court terme, l'évolution du prix de valeur ajoutée dépend de son inertie, des salaires corrigés de la productivité lissée sur 2 ans (csul) et du taux d'utilisation des capacités de production (tuc).

### 3.2. L'équation de salaire

La formulation de l'équation de salaires retenue dans Mascotte permet d'apporter des éléments d'explication à plusieurs questions importantes de politique économique. Sur quels prix les salaires s'ajustent-ils (prix de consommation ou de valeur ajoutée) ? Quel est le degré d'indexation des salaires sur les prix ? Quel est le rôle des déséquilibres salariaux passés ? Quel est l'impact des gains de productivité et de la fiscalité du travail sur le niveau des rémunérations et donc de l'emploi ? En effet, considérée comme une des sources majeures au niveau élevé du taux de chômage en Europe, la taxation sur le facteur travail a fait l'objet en

France, depuis le début des années quatre-vingt-dix, d'un ensemble de mesures gouvernementales visant à réduire le coût relatif du travail des personnes non-qualifiées (exonérations de charges de sécurité sociale pour les bas salaires).

Mais les cotisations sociales font l'objet, en contrepartie, de versements de prestations sociales, ce qui constitue une forme de rémunération « différée ». Les salariés, pris dans leur ensemble, peuvent donc avoir une conception plus ou moins large de leur « rémunération ». La conception la plus étroite se limite à leur salaire, net des cotisations sociales salarié (salaire net). Une conception plus large intègre ces cotisations sociales salarié (salaire brut). La conception la plus large intègre, de plus, les cotisations sociales employeur (salaire « super-brut »). On passe comptablement d'une mesure à l'autre par l'application des taux de cotisation correspondants.

Selon la conception retenue, une modification des taux de cotisation sera considérée comme un prélèvement — optique salaire net — ou comme une modification du partage entre salaire direct et revenu différé — optique salaire brut ou super-brut. Pour l'entreprise, le coût du travail est, dans tous les cas, défini par le salaire super-brut et, en conséquence, si les salariés acceptent de négocier sur cette base, il y a une communauté d'intérêts entre employeurs et employés. Dans tous les autres cas, il apparaît un « coin social » dans la négociation qui se solde sur la demande de travail des entreprises et donc sur le chômage.

Sur la base d'une spécification macro-économétrique réconciliant approche courbe de Phillips (équation où toutes les variables, à l'exception du taux de chômage, entreraient en taux de croissance) et WS-PS (équation en niveau reposant sur des fondements microéconomiques plus élaborés<sup>9</sup>), nous estimons sur la période 1972T3-2001T4 la dynamique des rémunérations (exprimée en coût salarial par tête déflaté par le prix de la valeur ajoutée) à l'aide d'un modèle à correction d'erreur incorporant, comme déterminants de long terme des salaires, les prix de consommation, la productivité apparente du travail (par unité d'emploi) et le taux de chômage.

La spécification de l'équation de salaire permet de déterminer une valeur cible du salaire net réel, compte tenu de la productivité du travail et des tensions sur le marché du travail. La force de rappel vers cette cible de long terme stabilise le partage de la valeur ajoutée dans le long terme sous la forme explicite d'une norme de pouvoir d'achat pour les salariés. Le coefficient associé au coin social étant égal à 1, les salariés négocient sur la rémunération nette et non sur le coût total du travail. Cette hypothèse est en cohérence avec de nombreux travaux empiriques antérieurs sur ce sujet<sup>10</sup>.

D'autres spécifications de l'équation de salaires ont été envisagées (Baghli (2003)), de façon à examiner dans quelle mesure les salariés considèrent les prélèvements

<sup>9</sup> Voir l'encadré sur l'analyse WS/PS dans l'article de P. Jacquinot et F. Mihoubi, dans le numéro de septembre du *Bulletin*.

<sup>10</sup> Cf. Cotis, Méary et Sobczak, (1996) ; L'Horty et Sobczak, (1996 et 1997) ; L'Horty et Thibault, (1997) ; Allard-Prigent *et alii*, 2001. Ces travaux font en fait référence au coin fiscalo-social, qui intègre en plus l'impôt sur le revenu (donc une partie de la fiscalité directe sur des revenus non purement salariaux), alors que notre définition ne concerne que les seules cotisations sociales (patronales et salariales), la CSG et la CRDS.

sociaux comme une taxation pure ou, à l'inverse, comme un revenu différé (cotisations retraites), une prime d'assurance (cotisations maladie et chômage) et/ou une contribution visant à financer une offre de biens publics<sup>11</sup>. Puisque  $w$  représente le coût nominal du travail (voir encadré 2), si le coefficient associé à  $cs$  était nul, alors les salariés considéreraient comme parfaitement substituables salaire net et prestations différenciées (assurance vieillesse) ou éventuelles (assurance chômage, maladie...). Enfin, le cas des charges sociales assises sur les bas salaires a été spécifiquement analysé puisque, dans ce cas, l'existence d'un salaire minimum interdit les mécanismes de substitutions entre prélèvements sociaux et salaires.

Dans la spécification présentée ici (voir encadré 2), la semi-élasticité de long terme des salaires par rapport au chômage (dont le taux est exprimé en points de pourcentage) est estimée à 3,9 % : une hausse de 1 point du taux de chômage entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de 3,9 % des salaires à long terme.

De plus, l'introduction du terme  $\Delta tcse$  (cotisation employeurs) signifie qu'à court terme les salariés négocient sur la base de leurs rémunérations brutes (c'est-à-dire y compris cotisations sociales employeur plutôt que brutes/brutes) mais qu'à un horizon plus long, les salariés se fondent sur une norme de rémunération en termes de salaire net (c'est à dire après déductions des cotisations sociales à la charge des employeurs et des salariés).

À court terme, la présence de la variation du taux de chômage permet de capter les effets des rigidités sur le marché du travail qui se manifestent par une certaine persistance du chômage (phénomène d'hystéresis). En outre, l'introduction de sa différence seconde, plutôt que première, vise à rendre compte de l'impact sur les négociations salariales de périodes exceptionnelles d'accélération ou de décélération du chômage.

Les disparités d'évolution entre les prix de consommation et les prix de valeur ajoutée, en raison d'un contenu distinct en biens importés, sont prises en compte via l'inclusion dans l'équation d'un indicateur intérieur des termes de l'échange. Ainsi, en cas de hausse des prix de l'énergie, lors d'un choc pétrolier par exemple, les salariés-consommateurs, qui évaluent naturellement leur pouvoir d'achat en termes de prix de consommation, sont confrontés à une inflation plus forte que celle des employeurs-producteurs, qui privilégient le prix de valeur ajoutée. Les revendications des salariés, visant à maintenir leur pouvoir d'achat, entraînent une hausse de la part salariale dans la valeur ajoutée<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Voir également, Cotis et Loufir (1990), Collard et Hénin (1994), Bonnet et Mahfouz (1996).

<sup>12</sup> Comme l'ont souligné Cotis et Rignols (1998), Prigent, (1999) et Mihoubi (1999) et Baghli, Cette et Sylvain (2003) pour la France, l'Allemagne et le Japon, cette résistance salariale, qui traduit un conflit dans la répartition des fruits de la croissance, explique la persistance des chocs de termes de l'échange sur la part salariale et donc le NAIRU (cf. 3.3. ci-après).

## Encadré 2

## Équation de salaire,

résultats d'estimation

*L'estimation par moindres carrés non linéaires de la courbe d'aspiration salariale contrainte a abouti à :*

$$\begin{aligned} \Delta(w_t - pva_{t-1}) = & \Delta tcse_t - 0,03 - 0,004 Du83Q2 - 01 Q4 + 0,65 \Delta^2 pva_t \\ & (-3,5) \quad (-2,0) \quad (9,2) \\ & + 0,29 \Delta(pc - pva)_t + 0,21 \Delta(pc - pva)_t - 0,77 \Delta^2 U_{t-1} \\ & (4,0) \quad (2,7) \quad (-3,9) \\ & - 0,05 (w_{t-1} - pc_{t-1} - prodt_{t-1} - cs_{t-1} + 3,9 U_{t-2}) \\ & (-4,9) \quad (-5,6) \\ & - 0,005 Du83Q2 + 0,004 Du99Q2 - 99 Q4 + \hat{\epsilon}_t \\ & (-1,3) \quad (1,8) \end{aligned}$$

avec  $T = 1972Q3 - 2001Q4$ ,  $R^2 = 0,80$ ,  $DW = 1,42$ ,  $\hat{\sigma} = 0,35\%$ .

où  $tcse$  est le taux de cotisations sociales employeurs,  $pc$  le déflateur de la consommation des ménages et  $U$ , le taux de chômage.

### 3. 3. Le NAIRU

La confrontation de la courbe d'aspiration salariale et de l'équation de prix de valeur ajoutée, exposée en section 3.1., dont la cible de long terme s'écrivait comme un *mark-up* sur le coût salarial  $pva_t = \alpha_0 + csul_t$ , définit un taux de chômage d'équilibre unique :

$$U^* = f(pc - p, prodt - protl, cs, \Delta cs)$$

Ce taux de chômage d'équilibre ne dépend pas du taux d'inflation. Il peut donc s'interpréter comme un taux de chômage compatible avec une inflation stable à long terme (NAIRU).

Une partie de la persistance du NAIRU est expliquée à l'aide du coût du système de protection sociale. Le prélèvement social  $cs$  influe sur le NAIRU par son niveau mais également son évolution, puisque son taux de croissance ( $\Delta cs$ ) n'est pas resté stable sur la période étudiée.

Par ailleurs, le NAIRU dépend positivement des termes de l'échange intérieurs, des chocs énergétiques, de la fiscalité indirecte, et dans une moindre mesure de l'écart de la productivité apparente du travail à son rythme tendanciel.

Le NAIRU tiré de Mascotte est représenté dans le graphique 2. Cette évaluation reproduit plusieurs faits stylisés de l'économie française : une élévation graduelle jusqu'au milieu des années quatre-vingt, une relative stabilisation autour d'un palier jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, puis l'apparition d'une tendance à la baisse du NAIRU en fin de période.

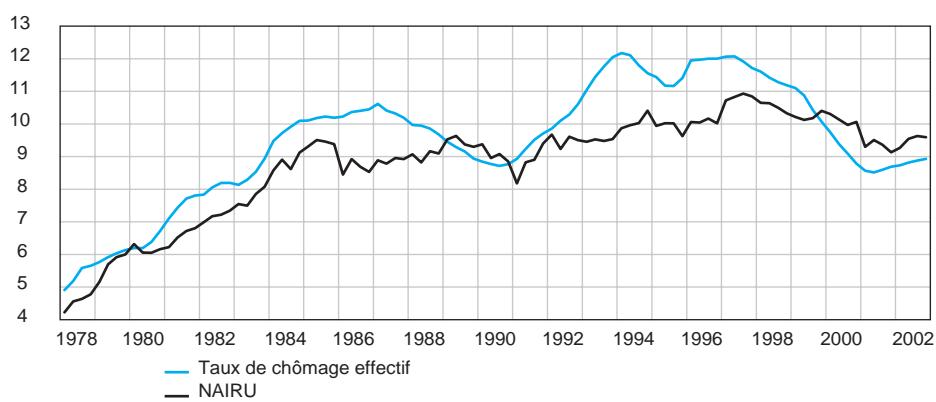
Chacun des déterminants du taux de chômage d'équilibre joue avec plus ou moins d'intensité suivant la période considérée. Néanmoins, l'évolution du NAIRU sur la période trouverait essentiellement son origine dans les variations du coin salarial, qui comprend le coin social et les termes de l'échange, et plus particulièrement le prélèvement social.

La forte hausse au début de la décennie quatre-vingt s'explique en grande partie par l'accroissement du prix relatif de l'énergie liée au second choc pétrolier, puis par l'élévation du prélèvement social qui devient un déterminant de plus en plus important. Durant la seconde moitié des années quatre-vingt, le contre-choc pétrolier contrebalance en partie l'impact sur le NAIRU de la hausse continue du coin social en France, impliquant un taux de chômage d'équilibre qui s'établit en moyenne autour de 9,1 %, avant de remonter au début des années quatre-vingt-dix. À partir de la fin de la décennie quatre-vingt-dix, le NAIRU fléchit régulièrement illustrant les effets des politiques successives d'allégements de cotisations sociales. Fin 2002, le taux de chômage d'équilibre se situait au niveau de 9,6 %. Compte tenu de la nature de cette mesure, basée sur un modèle économétrique, il convient toutefois d'interpréter ce chiffre avec prudence et de retenir que, malgré sa baisse par rapport au milieu des années quatre-vingt-dix, le NAIRU est aujourd'hui proche du taux de chômage effectif, alors qu'il lui était auparavant inférieur.

L'évaluation du NAIRU est néanmoins délicate à réaliser car elle dépend d'un grand nombre d'hypothèses et de la précision des estimations économétriques. Entre autres hypothèses, celle d'une substituabilité éventuelle entre rémunération directe et rémunération différée conduit à des modifications sensibles dans l'évaluation du niveau du NAIRU (Baghli 2003).

*Graphique 2*  
**Taux de chômage d'équilibre du modèle**

(en %)



## 4. Résultats de variantes

L'ensemble des équations de Mascotte et leurs interactions permettent de « simuler » ou de reproduire les principaux enchaînements macro-économiques. Ces enchaînements président à l'évolution de la situation conjoncturelle, ce qui permet d'effectuer des projections. Réalisée sur le passé, une telle « simulation » historique indique que Mascotte fournit une description adéquate de l'évolution de l'économie française : les valeurs « simulées » sont proches des valeurs observées. D'autres simulations peuvent être réalisées afin d'étudier la réponse à court et à moyen termes à des « chocs » affectant l'économie ; on parle alors de « variantes ». Pour illustrer les propriétés de Mascotte, nous présentons ci-après les résultats de telles simulations.

L'évolution de l'économie en l'absence du ou des chocs que l'on entend étudier — correspondant à l'évolution historique observée ou à une évolution fictive simulée avec le modèle — constitue un « compte central » ou compte de référence. L'évolution simulée de l'économie suite à un choc constitue une variante, le plus souvent analysée en écart au compte central. Ainsi, par exemple, une baisse *par rapport au compte central* de l'investissement de 2 % deux ans après un choc simulé au cours de 1997 ne signifie pas que l'investissement de 1999 se trouve 2 % en dessous du niveau de 1997, mais 2 % en dessous du niveau qu'il aurait atteint en 1999 si le choc ne s'était pas produit.

Cette utilisation des modèles peut paraître assez naturelle ; cependant ceux-ci ne se prêtent pas systématiquement aux exercices variantiels. Par exemple, pour simuler l'impact d'une réforme du système des retraites, un modèle doit tenir compte, pour un certain nombre de variables clés, de la structure par âge de la population, alors que cette structure peut être neutre pour la simulation d'autres chocs, par exemple une hausse du prix du pétrole. Tous les types de chocs ne peuvent donc pas être simulés à l'aide de n'importe quel modèle.

À cet égard, le modèle Mascotte, ayant été construit au premier chef pour un usage en prévision, doit être adapté afin de l'utiliser à des exercices variantiels. En l'occurrence, la boucle prix-salaire a été ré-estimée dans un système d'équations simultanées en réduisant les délais d'ajustement des équations et en calibrant certains termes de l'équation de prix à la consommation.

Par ailleurs, la plupart des chocs que l'on peut simuler ont un impact qui ne se limite pas à l'économie française. En général, soit le choc affecte simultanément plusieurs, voire l'ensemble des pays — un choc pétrolier par exemple —, soit le choc affecte initialement l'économie française — une réforme fiscale nationale par exemple — mais à court-moyen terme les effets sur les partenaires étrangers se font sentir. Il faut donc tenir compte d'un *effet de bouclage vis-à-vis de l'extérieur* qui, en retour, affecte l'économie française.

Ainsi, de façon à accroître le réalisme de nos simulations, dans chaque variante présentée ci-dessous le bouclage macro-économique extérieur a été réalisé à l'aide du modèle multi-pays NiGEM du NIESR<sup>13</sup>. Mascotte est alors simulé en modifiant

<sup>13</sup> Nous remercions Sophie Garcia pour les simulations réalisées parallèlement sur le modèle NiGEM.

non seulement les variables à l'origine du choc, mais également la demande mondiale adressée à la France et les prix étrangers, repris des résultats de NiGEM.

Nous présentons dans ce qui suit deux types de variantes, des variantes de type analytique — qui présentent la réponse à des chocs stylisés (taux d'intérêt et demande mondiale) — et des variantes contre-factuelles, dans lesquelles nous cherchons à illustrer les effets de chocs réellement observés sur le prix du pétrole et du taux de change.

#### 4.1. Les variantes analytiques : effet de chocs sur les taux d'intérêt et sur la demande mondiale

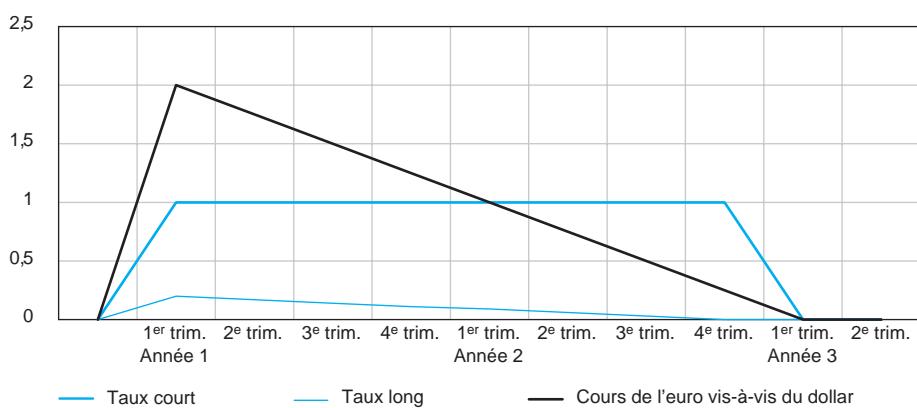
##### 4.1.1. Choc de taux d'intérêt à court terme

Cette variante étudie l'impact d'une hausse des taux d'intérêt à court terme par la Banque centrale européenne de 100 points de base sur deux ans. On suppose qu'au moment du relèvement des taux courts, les agents anticipent parfaitement cette mesure de politique monétaire, de sorte qu'au moment du retour des taux courts à leur valeur du compte central, les taux longs et le taux de change reviennent eux-mêmes au compte central. Ce choc est analytique car il n'a aucune réalité. La simulation d'un tel choc ne vise donc qu'à étudier les propriétés du modèle. Néanmoins, en dépit de son caractère fictif, une certaine cohérence économique doit être assurée : cette hausse s'accompagne donc d'une augmentation des taux longs, conforme à une hypothèse de structure par termes des taux d'intérêt et d'une appréciation de l'euro, conforme à une hypothèse de parité non couverte de taux d'intérêt, assurant l'égalité des rendements en euro ou en devise étrangère<sup>14</sup>.

*Graphique 3*

##### Chocs de taux d'intérêt et de taux de change dans la première variante de politique monétaire

(écart en points pour les taux d'intérêt et en % pour le taux de change)



<sup>14</sup> Ce scénario reprend les hypothèses faites dans P. van Els *et alii* (2001).

Les graphiques qui suivent présentent les effets des chocs sur le PIB et les prix. Il s'agit d'écart au compte central sur les *niveaux* des variables. L'impact sur le *taux de croissance du PIB* ou sur le *taux d'inflation* s'en déduit facilement par différence des écarts de niveaux d'une année sur l'autre. Par ailleurs, à titre comparatif, nous fournissons les réponses du modèle NiGEM pour la France au même choc.

S'agissant d'un choc composite — taux court, taux long, taux de change, choc auquel s'ajoutent les effets du choc de politique monétaire sur les autres pays de la zone euro, entraînant une modification des prix étrangers et de la demande mondiale — les effets globaux résultent de multiples sources, y compris les conséquences des interactions macroéconomiques. On peut néanmoins montrer que l'effet sur les prix à court terme est principalement dû aux modifications du taux de change : toutes choses égales par ailleurs, l'appréciation de l'euro rend les biens et services facturés en devises moins onéreux, ce qui entraîne une baisse de prix par rapport au compte central. Mais, du fait de délais d'ajustement, cette baisse des prix nationaux n'est pas suffisante à court terme pour compenser les pertes de compétitivité dues *ex ante* à la modification du change. Ceci entraîne des pertes de compétitivité conduisant à la fois à une baisse des exportations et à une hausse des importations, qui se traduisent par une perte d'activité par rapport au compte central.

Le relèvement des taux court et long renchérit le coût du crédit, ce qui réduit la formation de capital.

À moyen terme, passé le délai d'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité, le taux de chômage augmente, ce qui diminue la pression sur les salaires (effet Phillips), les coûts salariaux et finalement les prix.

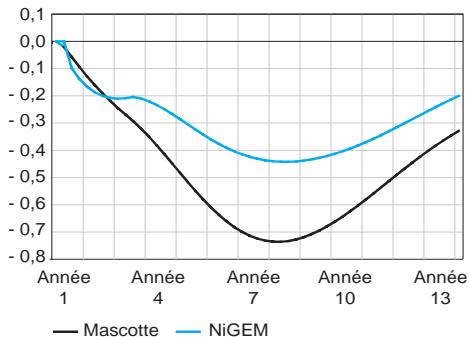
Deux ans après le début de la simulation, les taux courts sont ramenés à leur valeur du compte central, autrement dit, ils baissent de 100 points de base, ce qui constitue un contre-choc qui annule le choc initial. Ce mouvement des taux courts étant supposé parfaitement anticipé par les agents économiques, les taux longs et le taux de change sont également revenus au compte central à cette date, ce qui signifie que l'ensemble des causes du choc sur l'économie ayant disparu, les écarts au compte central doivent progressivement s'annuler.

Graphique 4

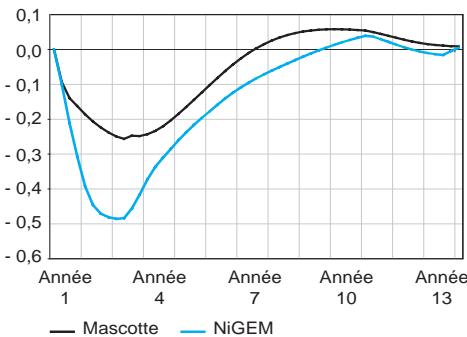
**Réponse du niveau des prix et du PIB en France  
dans la variante de politique monétaire**

(écart au compte central, en %)

IPCH – variante taux d'intérêt



PIB – variante taux d'intérêt



Le bouclage international accentue le phénomène : tous les pays de la zone euro font face à la même modification des taux d'intérêt poussant les prix et l'activité à la baisse par rapport au compte central, ce qui, en retour, accentue l'ampleur du choc, pour la France notamment.

On observe bien ces différents mouvements sur les trajectoires simulées des prix (IPCH) et de l'activité (PIB). Les variations de prix sont initialement modérées, du fait des rigidités dans la formation des prix et d'un impact initial passant presque exclusivement par le canal du change. L'effet sur l'activité est plus rapide, du fait des pertes de compétitivité immédiates que suscitent les évolutions de prix. De même, après l'annulation du choc à la fin de la deuxième année, l'activité revient rapidement au compte central alors que les prix prennent plus de temps à y revenir. Une large part de la dynamique des variables économiques alors que le choc a pris fin provient des effets de bouclage international sur le reste du monde.

La comparaison des résultats de NiGEM pour la France et de Mascotte montre des résultats qualitativement similaires mais d'ampleur différente. Quel que soit le modèle, l'effet sur l'activité atteint son maximum un an et demi à deux ans après le début du choc. De même, dans les deux modèles, les effets prix sont beaucoup plus prolongés, atteignant leur maximum cinq à six ans après le début du choc. Entre les prix et l'activité, les ordres de grandeur sont cependant inversés d'un modèle à l'autre : les baisses de prix dans Mascotte par rapport au compte central sont plus importantes, ce qui limite les pertes de compétitivité vis-à-vis du reste du monde et conduit à une dégradation moins forte de l'activité.

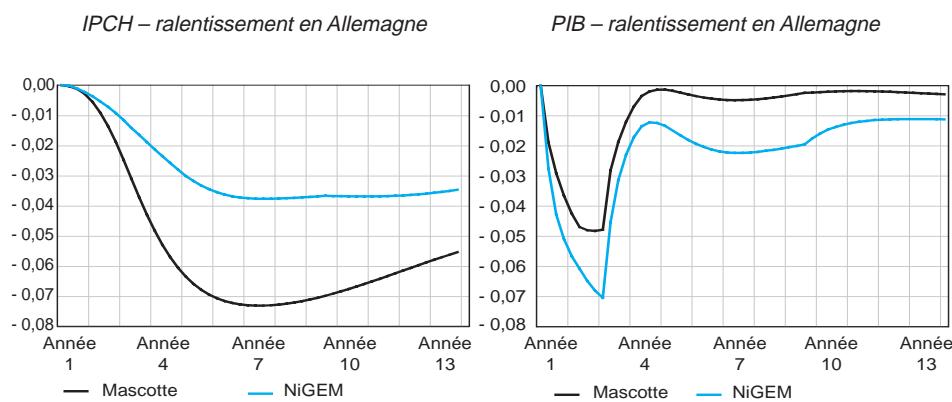
#### 4.1.2. Variante de demande mondiale

Cette variante simule les effets d'une baisse de 5 % de l'investissement en Allemagne pendant deux ans par rapport au compte central. Ce choc d'ampleur limitée a globalement peu d'effet, mais il permet d'illustrer certains mécanismes. Le ralentissement de la demande en Allemagne pèse sur les exportations françaises

(ce pays compte pour 16,1% dans la demande mondiale adressée à la France, cf. Dauphin, 1999). Mais le ralentissement en Allemagne affectant tous ses partenaires, en particulier au sein de la zone euro, l'effet pour la France est plus récessif que ce qu'indique cette part de marché. Avec l'ajustement progressif de l'emploi à la baisse de l'activité en France par rapport au compte central et l'augmentation du chômage qui en résulte, les tensions inflationnistes se réduisent. Comme dans la variante précédente, la réaction des prix dans Mascotte est plus marquée que dans NiGEM, ce qui réduit ici l'impact récessionniste du choc.

## *Graphique 5* **Réponse du niveau des prix et du PIB en France à un choc d'investissement en Allemagne**

(écart au compte central, en %)



4.2. Les variantes contre-factuelles :  
chocs sur le prix du pétrole et sur le taux de change

Les variantes qui suivent sont simulées de la même façon que les précédentes, mais correspondent à des analyses contre-factuelles. Il s'agit, en effet, de reprendre des épisodes historiques précis sur la période récente et de se demander ce qui se serait passé si un certain nombre de variables n'avaient pas connu les évolutions constatées au cours de ces épisodes. Nous choisissons ici le choc pétrolier des années 1999-2000 associé à la phase d'appréciation du dollar d'une part, l'épisode de montée des tensions géopolitiques au niveau international et conduisant à la seconde guerre en Irak (2002-2003), caractérisée par une flambée des prix du pétrole et une dépréciation du dollar, d'autre part.

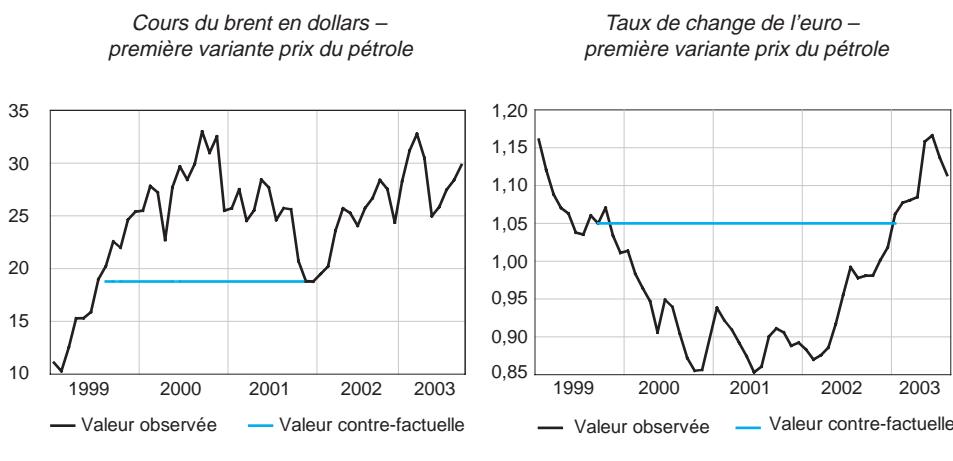
Si l'on revient sur la période récente (graphique 6), on observe que le prix du pétrole de qualité *Brent*, au voisinage de 20 dollars le baril au troisième trimestre de 1999, augmente au cours des mois suivants pour atteindre plus de 30 dollars un an plus tard<sup>15</sup>. Puis, son prix baisse, pour revenir au voisinage de 20 dollars fin

<sup>15</sup> Le point bas du cours du *Brent* avait été atteint en janvier 1999, mais celui-ci correspondait plutôt à un surajustement à la baisse. Il est plus intéressant de se référer au prix de 20 dollars le baril, qui est sans doute plus proche du « niveau d'équilibre » pour le prix du pétrole. Rappelons d'ailleurs que l'Opep a, pendant longtemps, affirmé qu'elle cherchait à défendre un prix du pétrole compris entre 20 et 25 dollars le baril.

2001. Parallèlement, le cours de l'euro se situe au niveau de 1,05 dollar au troisième trimestre de 1999 et se stabilise à près de 0,9 dollar de la fin 2000 au début de 2002, puis s'apprécie face à la monnaie américaine et atteint 1,05 dollar au cours du premier trimestre de 2003. La hausse du cours du dollar par rapport à l'euro sur la période 1999-2001 a donc accentué l'effet de la hausse du cours du *Brent*.

*Dans une première variante (A), on se demande ce qui se serait passé si le prix du baril de pétrole avait été stable au voisinage de 20 dollars sur l'ensemble de ces deux années et si l'euro avait conservé sa parité face au dollar de 1999 jusqu'au début 2003.*

*Graphique 6  
Cours du Brent et du dollar observés et valeurs contre-factuelles en (1999-2001)*



Si le prix du pétrole avait été plus bas au cours de cette période, les prix français auraient été plus bas et le niveau d'activité plus élevé. En effet, le prix du pétrole est simultanément un prix de demande finale et un prix de consommation intermédiaire, élément de coût pour les entreprises. Si le prix du baril avait été moins cher exprimé en euros — à la fois du fait d'un prix plus bas en dollars et d'un cours du dollar moins élevé — les agents auraient dégagé des gains de pouvoir d'achat, stimulant leur demande<sup>16</sup>. Du côté des entreprises, à demande inchangée, la baisse des coûts de production que la baisse du prix du pétrole représente aurait rendu la production plus rentable et l'offre aurait augmenté également. La baisse du prix du pétrole entraîne donc à la fois une hausse de la demande et une augmentation de l'offre. Il en résulte un effet vertueux, avec simultanément une baisse des prix et une augmentation de l'activité. Comme l'indique le graphique 7, sur la période considérée l'effet du prix du pétrole a joué dans le même sens que le taux de change mais en a dominé les effets, en ce qui concerne aussi bien les prix que les volumes. On remarque que l'impact que Mascotte fait apparaître en mode isolé — c'est-à-dire à prix étrangers fixés — est partiellement atténué par le bouclage avec l'extérieur. La baisse des prix observée en France se produit aussi chez ses partenaires. Lorsqu'on isole l'effet de ces baisses de prix des concurrents,

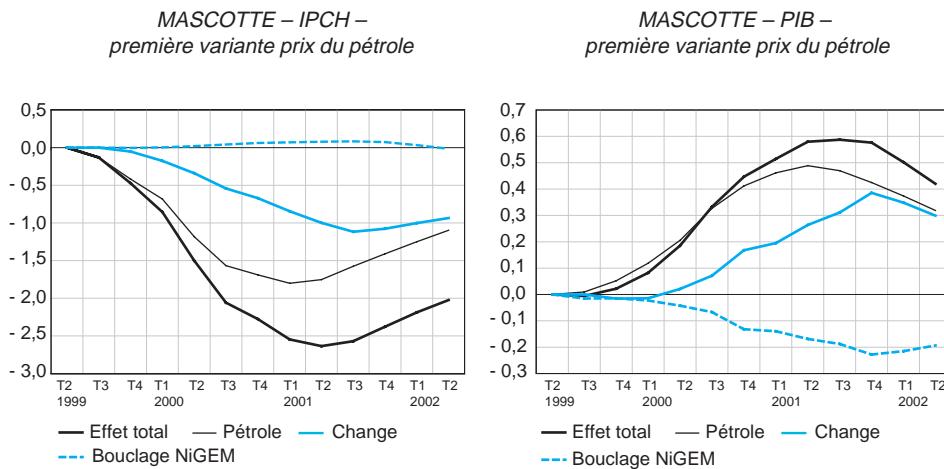
<sup>16</sup> Il faut noter qu'au cours de cette période les accords signés pour le passage aux 35 heures prévoient des clauses de gel des rémunérations qui n'ont pas été reproduites dans la variante : les salaires sont supposés s'ajuster conformément aux équations du modèle.

on obtient un impact négatif sur la compétitivité et donc sur l'activité. C'est pour cette raison que la contribution de l'effet de bouclage est négative. Mais l'effet total d'un prix du pétrole plus faible et d'un taux de change de l'euro plus fort est néanmoins positif sur le PIB.

*Graphique 7*

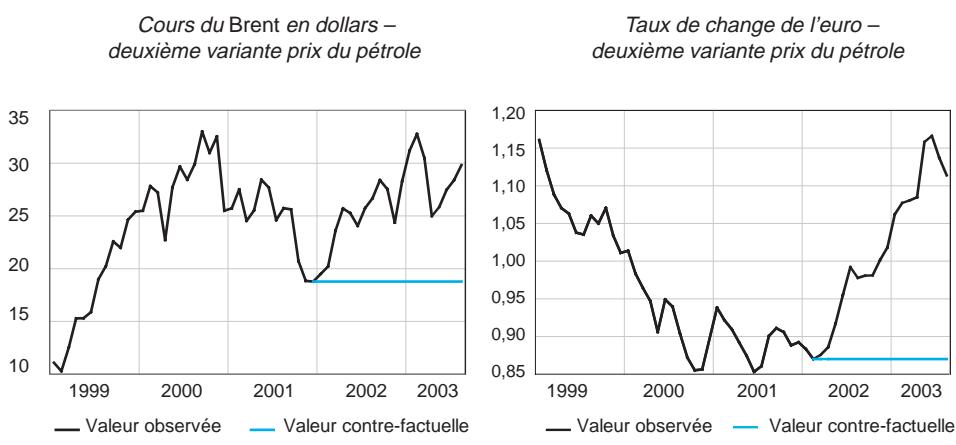
**Effet sur le niveau des prix et du PIB en France des chocs contre-factuels de prix du pétrole et de taux de change (1999-2002)**

(écart au compte central en %)



*Deuxième variante (B).* À cet épisode succèdent une phase de tensions géopolitiques et la deuxième guerre en Irak en mars 2003. Le prix du pétrole, revenu à 20 dollars le baril fin 2001, s'élève de nouveau pour atteindre 32 dollars au premier trimestre de 2003 (graphique 8). Pendant cette période, et contrairement au cas précédent, le dollar se déprécie, ce qui réduit les effets de la hausse du prix du baril mais pénalise, à court terme, la compétitivité des produits nationaux. Le cours de l'euro, de 0,88 dollar au premier trimestre 2002, augmente régulièrement pour atteindre 1,14 dollar au deuxième trimestre 2003. Que ce serait-il passé si le prix du baril était resté à 20 dollars et le cours de l'euro était demeuré durablement déprécié à 0,88 dollar depuis le premier trimestre 2002 ?

Graphique 8

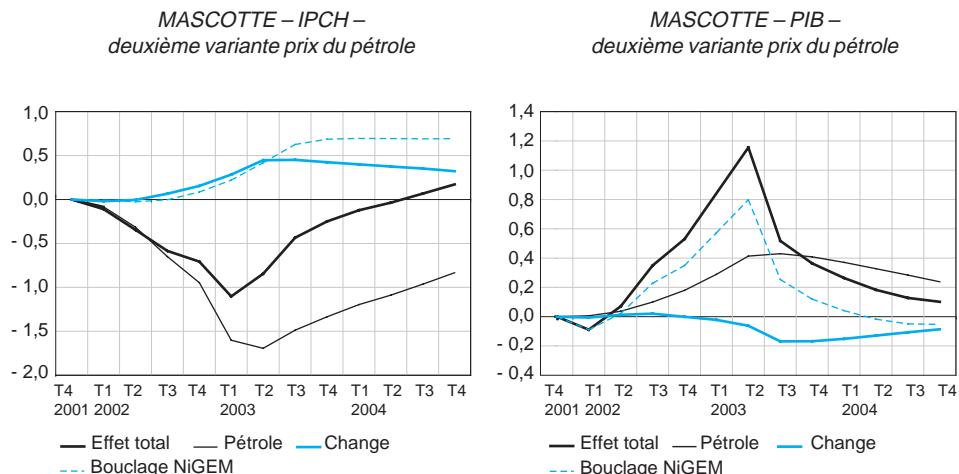
**Hypothèse de prix du pétrole et du taux de change pendant la seconde guerre en Irak**

Un prix du pétrole plus bas en dollar aurait eu les mêmes conséquences que celles décrites pour la variante précédente. Mais, sur la période 2002-2003, le dollar est plus faible. Dans la variante contre-factuelle, en sens inverse, les effets inflationnistes liés à la force du dollar contrarient les effets désinflationnistes associés au niveau plus bas du cours du *Brent*. Au niveau mondial, selon le bouclage assuré par NiGEM, l'effet dollar l'emporte et fait apparaître une contribution positive sur les prix et l'activité d'un pétrole moins cher et d'un dollar plus fort. Au total, au lieu de se cumuler comme dans la variante précédente, les effets du choc pétrolier sont atténus par les effets du change. En raison de décalages dans l'apparition des chocs, l'effet total de la variante contre-factuelle sur les prix français n'est négatif que sur les deux premières années (alors qu'il est continuellement négatif et de façon plus marquée dans la variante précédente). L'impact positif sur l'activité est aussi moins marqué et plus transitoire.

*Graphique 9*

**Impact sur le niveau des prix et du PIB en France des chocs pétrolier et de change liés à la seconde guerre en Irak**

(écart au compte central en %)



Ces deux variantes apportent donc un éclairage sur deux épisodes de la période 1999-2003, au cours de laquelle les variations de change et les variations du prix du pétrole ont entraîné des tensions inflationnistes marquées et des pertes de croissance pour la France. L'absence de ces chocs aurait, dans le premier épisode (1999-2002), conduit à une meilleure performance en matière d'inflation et aurait stimulé la croissance. Le deuxième épisode (2002-2003) est plus ambigu puisqu'un prix du pétrole plus bas aurait été associé à un dollar plus fort, donc plus inflationniste.

## Bibliographie

Adenot (C.), Bouthevillain (C.) et Moëc (G.) (2001) : « Présentation de MEADE (Méthode d'Évaluation Avancée du Déficit de l'État) », note Banque de France, septembre.

Allard-Prigent (C.), Audenis (C.), Berger (K.), Carnot (N.), Duchêne (S.) et Pesin (F.) (2001) : « Modèle macroéconomique de prévision Mésange de la Direction de la Prévision », Document de travail de la Direction de la Prévision, Ministère de l'Économie et des Finances.

Baghli (M.) (2003) : « Traitement du coin social dans l'équation de salaire pour la France, Banque de France - DEER, *mimeo*.

Baghli (M.) *et alii* (2002) : « La croissance potentielle en France », Note d'études et de recherche (NER) n° 89, Banque de France, juillet.

Baghli (M.) *et alii*, équipe Mascotte (2003) : « Mascotte, modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », Banque de France, note d'études et de recherche (NER), à paraître.

Baghli (M.), Cette (G.) et Sylvain (A.) (2003) : « Les déterminants du taux de marge en France et quelques autres grands pays industrialisés : analyse empirique sur la période 1970-2000 », Banque de France, Note d'études et de recherche (NER) n° 99.

Baghli (M.) et Pluyaud (B.) (2003 - en cours de rédaction) : « Modèle structurel de prévision d'inflation pour la France ».

Blanchard (O. J.) et Fisher (S.) (1989) : « *Lecture on macroeconomics* », MIT Press.

Bonnet (X.) et Mahfouz (S.) (1996) : « The influence of different specifications of wages prices spirals on the measure of the NAIRU : the case of France », Document de travail G9611, Direction des Études et des Synthèses économiques, INSEE.

Bouthevillain (C.) (en cours de rédaction) : « MAPU, maquette de prévision du compte des administrations ».

Cette (G.) (1992) : « Les principaux éléments du bloc d'offre du modèle macroéconomique réel de la Banque de France », Document de travail, n° 1992-2, Banque de France.

Collard (F.) et Hénin (P.-Y.) (1994) : « Au-delà de la courbe de Phillips, la persistance du chômage », Economica, P.-Y. Henin Édition, p. 159-181.

Cotis (J.-P.) et Loufir (1990) : « Formation des salaires, chômage d'équilibre et incidence des cotisations sur le coût du travail », Économie et prévision, n° 92-94, p. 97-110.

Cotis (J.-P.), Méary (R.) et Sobczak (N.) (1996) : « Le chômage d'équilibre en France », Document de travail n° 96-14 de la Direction de la Prévision, ministère de l'Économie et des Finances.

Cotis (J.-P.) et Rignols (E.) (1998) : « Le partage de la valeur ajoutée : quelques enseignements tirés du paradoxe franco-américain, Revue de l'OFCE 65, p. 291-344.

Dauphin (J.-F.) (1999) : « L'impact de la crise des pays émergents sur le commerce mondial », Bulletin de la Banque de France n° 72, p. 51-64.

De Bandt (O.) et Rousseaux (Ph.) (2002) : « Calcul de la croissance potentielle par la méthode structurelle », Note d'études et de recherche (NER) n° 89, Banque de France, juillet.

Économie et prévision (1998) : « Structures et propriétés de cinq modèles macroéconomiques français », Économie et prévision n° 134 1998-3, p. 1-70.

van Els (P.), Locarno (A.), Morgan (J.) et Villetelle (J.-P.) (2001) : « *Monetary policy transmission in the euro area : What do aggregate and national Structural Models tell us?* », Document de travail de la BCE, décembre.

European Central Bank (2001) : « *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projection Exercises* ».

Irac (D.) et Sédillot (F.) (2002) : « Un modèle de prévision de court terme pour l'activité française », OPTIM, Banque de France, Note d'études et de recherche (NER) n° 88, janvier.

Irac (D.) et Jacquinot (P.) (1999) : « L'investissement en France depuis le début des années quatre-vingt », Note d'études et de recherche (NER) n° 63, Banque de France, avril.

ISMA (2000) : « Indicateur Synthétique Mensuel d'Activité », in « La situation économique de la France », Bulletin de la Banque de France, n° 79, juillet.

Jacquinot (P.) et Mihoubi (F.) (2000) : « Modèle à anticipations rationnelles de la conjoncture simulée : MARCOS », Banque de France, Note d'études et de recherche (NER) n° 78, novembre.

Jondeau (E.), Le Bihan (H.) et Sédillot (F.) (1999) : « Modélisation et prévision des indices de prix sectoriels », Banque de France, Note d'études et de recherche (NER) n° 68, septembre.

L'Horty (Y.) et Sobczak (N.) (1996) : « Identification de la courbe de salaire et déterminants du chômage d'équilibre dans un modèle de négociation salariale », Document de travail n° 96-7 de la Direction de la Prévision, ministère de l'Économie et des Finances.

L'Horty (Y.) et Sobczak (N.) (1997) : « Estimations d'un modèle WS-PS sur données trimestrielles françaises », Document de travail n° 96-8 de la Direction de la Prévision, ministère de l'Économie et des Finances.

L'Horty (Y.) et Thibault (F.) (1997) : « Le NAIRU en France : les insuffisances d'une courbe de Phillips », Économie et prévision n° 127, p. 83-99.

Mihoubi (F.) (1999) : « Partage de la valeur ajoutée en France et en Allemagne », Banque de France, Note d'études et de recherche (NER) n° 64.

Prigent (C.) (1999) : « La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche macroéconomique », Économie et statistique 1999-3 n° 323, p. 73-91.

# Le coût du crédit aux entreprises

*Entre fin avril 2003 et fin juillet 2003, une réduction des taux moyens des crédits aux entreprises a été constatée. Entre juillet 2002 et juillet 2003, les taux moyens des prêts aux entreprises ont baissé, quelle que soit la catégorie de crédit.*

*(Résultats de l'exploitation de 2 661 déclarations en euros portant sur la période allant du 15 au 28 juillet 2003)*

Évelyne FAM  
Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles

## 1. Évolution au cours du trimestre

*Entre fin avril 2003 et fin juillet 2003, une réduction des taux moyens des crédits aux entreprises est constatée.*

Selon les résultats de l'enquête, le taux moyen des crédits à moyen et long termes enregistre la baisse la plus marquée (– 36 points de base), tandis que la diminution la plus faible concerne les taux moyens des découverts (– 27 points de base).

En moyenne, en juillet 2003, l'Euribor à un mois a atteint 2,13 % (soit – 45 points de base par rapport à avril 2003) comme celui à trois mois (contre 2,53 % en avril 2003, soit une baisse de 40 points de base). Le taux moyen des obligations (TMO) s'est réduit de 19 points de base.

Enfin, le taux de base bancaire (TBB) se situe à 6,60 % depuis le 15 octobre 2001.

*Appréciés selon la nature des concours et les tranches de montant, les taux moyens enregistrent tous des baisses.*

Les diminutions s'étagent de 5 points de base pour les autres crédits à court terme d'un montant inférieur ou égal à 15 245 euros à 98 points de base pour les découverts compris entre 304 898 euros et 1 524 490 euros.

## 2. Évolution sur un an

*Entre juillet 2002 et juillet 2003, les taux moyens des prêts aux entreprises sont en baisse quelle que soit la catégorie de crédit.*

Ainsi, le taux moyen des découverts a diminué de 108 points de base, celui des autres crédits à court terme a enregistré une baisse de 67 points de base et celui de l'escompte de 97 points de base.

Le taux moyen des crédits à moyen et long termes s'est inscrit en baisse de 80 points de base.

Par ailleurs, sur un an, l'Euribor à un mois a diminué de 123 points de base et l'Euribor à trois mois de 128 points de base, tandis que le TMO a baissé de 95 points de base.

Le TBB s'élève, pour sa part, à 6,60 % depuis le 15 octobre 2001.

### Taux observés

(données à fin juillet 2003)

Catégories de crédit	Par tranches de montant en euros						(en %) Ensemble (taux moyen)
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
<b>Escompte</b>							
Taux moyen	(6,37)	(6,36)	(5,33)	(4,38)	ns	ns	4,14
minimum	(3,21)	(3,63)	(4,12)	(3,12)	ns	ns	
maximum	(9,10)	(7,30)	(7,13)	(7,91)	ns	ns	
<b>Découvert</b>							
Taux moyen	8,75	7,40	(6,06)	(4,89)	(4,09)	ns	4,21
minimum	3,60	3,01	(3,49)	(3,05)	(3,06)	ns	
maximum	11,40	9,60	(8,85)	(7,90)	(7,08)	ns	
<b>Autres court terme</b>							
Taux moyen	5,16	5,14	(4,44)	ns	(3,62)	ns	3,44
minimum	2,13	2,90	(2,90)	ns	(2,88)	ns	
maximum	9,21	8,80	(8,90)	ns	(5,12)	ns	
<b>Moyen et long termes</b>							
Taux moyen	4,66	4,49	4,49	4,45	4,26	ns	4,19
minimum	2,95	2,75	2,95	3,05	2,95	ns	
maximum	6,65	6,80	6,50	6,50	5,85	ns	

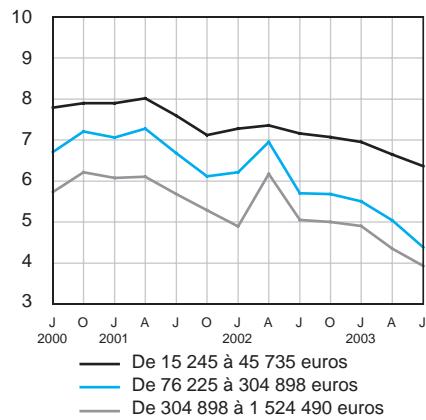
NB : Les taux issus de moins de trente observations sont indiqués entre parenthèses.

Les taux issus de moins de huit observations sont non significatifs (ns).

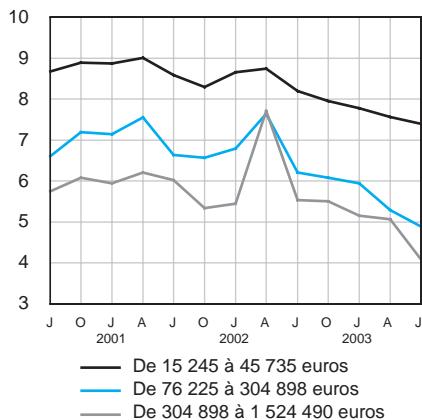
### Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)

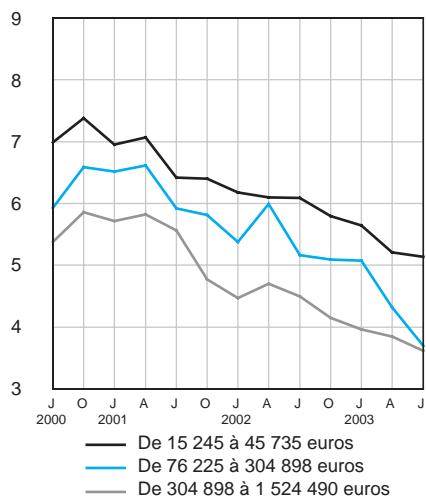
#### Escompte



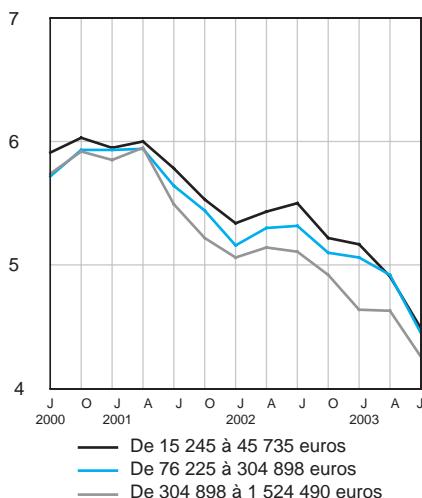
#### Découvert



#### Autres court terme



#### Crédits à moyen et long termes





# Bulletin officiel

*Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur internet ([www.banque-france.fr/textes/main.htm](http://www.banque-france.fr/textes/main.htm)). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris<sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

## Sommaire

### **Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire**

#### ***Banque de France***

Arrêté du Conseil général du 24 octobre 2003 relatif à la création d'un traitement informatique destiné à assurer l'authentification et le contrôle d'accès des établissements utilisateurs du portail bancaire internet de la Banque de France.

#### ***Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement***

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

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

#### ***Commission bancaire***

Décisions juridictionnelles publiées au cours du troisième trimestre 2003

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

#### ***Banque de France***

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudications d'obligations assimilables du Trésor indexées

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

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

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



# Statistiques

## Sommaire

	Tableau n°	Page
<b>Environnement international</b>		
Croissance du produit intérieur brut	1	<b>S1</b>
Prix à la consommation	2	<b>S2</b>
Taux de chômage	3	<b>S3</b>
Compétitivité de l'économie française	4	<b>S4</b>
Taux d'intérêt des euromonnaies	5	<b>S5</b>
<b>Données de référence nationales</b>		
Tableau de bord de l'économie française	6	<b>S6</b>
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de liquidité bancaire	7	<b>S8</b>
Balance des paiements : compte de transactions courantes		
et compte de capital	8	<b>S9</b>
Balance des paiements : compte financier	9	<b>S11</b>
<b>Placements et financements de l'économie nationale</b>		
Méthodologie (tableaux 10 à 23)		<b>S13</b>
Bilan de la Banque de France	10	<b>S14</b>
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	11	<b>S15</b>
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	12	<b>S16</b>
Engagements monétaires des IFM	13	<b>S17</b>
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France	14	<b>S17</b>
Dépôts à vue	15	<b>S18</b>
Comptes sur livrets	16	<b>S18</b>
Dépôts à terme (DAT)	17	<b>S19</b>
Crédits des institutions financières monétaires	18	<b>S20</b>
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	19	<b>S21</b>
Crédits des établissements de crédit aux ménages	20	<b>S21</b>
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	21	<b>S22</b>
Endettement des administrations publiques sur les marchés	22	<b>S22</b>
Endettement intérieur total (EIT)	23	<b>S23</b>
Rémunération des dépôts	24	<b>S25</b>
Coût du crédit	25	<b>S25</b>
Taux des crédits et seuils de l'usure	26	<b>S26</b>
Émissions obligataires de l'État	27	<b>S27</b>
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en juillet 2003)	28	<b>S28</b>
Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises	29	<b>S30</b>
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	<b>S31</b>
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	<b>S32</b>
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	<b>S33</b>
Émissions de bons du Trésor	33	<b>S34</b>
Titres d'OPCVM	34	<b>S35</b>
<b>Système de paiement</b>		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	<b>S36</b>

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



**Tableau 1**  
**Croissance du produit intérieur brut**

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

NB : Pour l'Allemagne, les variations trimestrielles du PIB sont exprimées en données cvs-cjo, tandis que les variations annuelles sont en données brutes. Pour la France, l'Espagne et les Pays-Bas, les variations annuelles et trimestrielles sont en données cvs-cjo. Pour l'Irlande et le Luxembourg, les données sont brutes. Pour les autres pays et les ensembles européens, il s'agit de données cvs.

Sources : Données nationales, Eurostat, OCDE

Réalisé le 6 octobre 2003  
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

**Tableau 2**  
**Prix à la consommation**

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

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

(a) Données en cours de révision

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 6 octobre 2003  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

**Tableau 3**  
**Taux de chômage**

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

(a) Données brutes

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

Réalisé le 6 octobre 2003  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

**Tableau 4**

**Compétitivité de l'économie française**

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation dans une même unité monétaire

		(Indices base 100 = 1987)					
		Vis-à-vis de l'Union monétaire		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 43 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1998	Décembre	110,30	98,00	110,00	96,20	141,10	95,60
1999	Décembre	110,30	97,50	108,10	94,10	133,90	89,90
2000	Décembre	110,30	96,40	107,80	92,80	130,80	86,70
2001	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	133,20	87,40
2002	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	138,80	91,00
2001	Septembre	110,30	95,90	108,30	92,80	133,60	88,00
	Octobre	110,30	96,10	108,30	93,00	133,80	88,20
	Novembre	110,30	95,80	108,20	92,60	132,80	87,30
	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	133,20	87,40
2002	Janvier	110,30	95,80	108,10	92,60	133,10	87,60
	Février	110,30	95,60	107,90	92,30	132,60	87,10
	Mars	110,30	95,70	108,00	92,40	132,80	87,30
	Avril	110,30	95,80	108,00	92,40	133,10	87,50
	Mai	110,30	95,70	108,30	92,60	134,40	88,30
	Juin	110,30	95,70	108,70	93,00	136,20	89,50
	Juillet	110,30	95,70	108,60	92,90	137,40	90,20
	Août	110,30	95,80	108,50	92,90	137,00	90,00
	Septembre	110,30	95,80	108,40	92,70	137,20	90,10
	Octobre	110,30	95,90	108,30	92,70	137,60	90,30
	Novembre	110,30	95,90	108,50	92,90	138,10	90,60
	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	138,80	91,00
2003	Janvier	110,30	95,70	109,00	93,20	140,50	92,10
	Février	110,30	96,00	109,20	93,60	141,40	92,90
	Mars	110,30	96,10	109,50	94,00	141,80	93,30
	Avril	110,30	95,90	109,70	93,80	142,00	93,10
	Mai	110,30	95,80	110,20	94,20	144,50	94,70
	Juin	110,30	95,90	109,90	94,10	144,70	95,00
	Juillet	110,30	95,80	109,90	94,00	143,70	94,30
	Août	110,30	95,80	109,90	94,00	142,90	93,70
	Septembre	110,30	95,90	109,80	93,90	142,70	93,60

NB : Une hausse de l'indice nominal correspond à une valorisation de la monnaie et une baisse de l'indice, en termes réels, traduit des gains de compétitivité.

Jusqu'en décembre 1998, les indicateurs de compétitivité sont calculés à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux du franc. À partir de janvier 1999, ils retracent les évolutions de l'euro vis-à-vis des devises des pays partenaires de la France. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, sont établies sur la base des échanges commerciaux de produits manufacturés de 1995 à 1997 entre la France et ses 43 principaux partenaires et prennent en compte les effets exercés sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Les déflateurs utilisés sont les indices nationaux des prix à la consommation.

Les indicateurs de compétitivité de l'économie française sont calculés par rapport à plusieurs groupes de pays, notamment vis-à-vis de l'ensemble des autres pays de l'Union monétaire (y compris la Grèce), des autres pays de l'Union européenne et de 43 partenaires (cf. ci-après).

- (a) Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Chine, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande

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

Réalisé le 30 septembre 2003  
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

**Tableau 5**  
**Taux d'intérêt des euromonnaies**

	(en %)											
	Avril 2003		Mai 2003		Juin 2003		Juillet 2003		Août 2003		Septembre 2003	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Fin de mois	Moy. mens.	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
<b>Euro</b>												
Au jour le jour	2,640	2,559	2,700	2,563	2,450	2,222	2,115	2,078	2,140	2,066	2,130	2,040
À 1 mois	2,550	2,555	2,365	2,499	2,120	2,158	2,100	2,108	2,130	2,103	2,060	2,098
À 3 mois	2,525	2,500	2,255	2,381	2,110	2,130	2,100	2,108	2,110	2,114	2,080	2,121
À 6 mois	2,440	2,445	2,175	2,291	2,050	2,058	2,090	2,074	2,165	2,149	2,080	2,153
À 1 an	2,410	2,432	2,125	2,232	2,030	1,989	2,090	2,061	2,260	2,263	2,075	2,231
<b>Dollar</b>												
Au jour le jour	1,310	1,282	1,320	1,281	1,250	1,239	1,030	1,034	1,120	1,026	1,100	1,042
À 1 mois	1,260	1,264	1,270	1,268	1,080	1,087	1,050	1,058	1,070	1,056	1,060	1,066
À 3 mois	1,240	1,241	1,210	1,219	1,070	1,042	1,060	1,054	1,090	1,073	1,100	1,092
À 6 mois	1,220	1,217	1,150	1,171	1,060	1,013	1,090	1,060	1,130	1,126	1,110	1,128
À 1 an	1,290	1,296	1,140	1,188	1,130	1,034	1,210	1,139	1,350	1,339	1,230	1,285
<b>Livre sterling</b>												
Au jour le jour	3,525	3,587	4,070	3,669	3,350	3,547	3,700	3,328	3,460	3,434	3,700	3,484
À 1 mois	3,555	3,615	3,570	3,608	3,695	3,617	3,390	3,439	3,530	3,430	3,590	3,594
À 3 mois	3,555	3,606	3,555	3,592	3,575	3,588	3,385	3,434	3,575	3,463	3,660	3,642
À 6 mois	3,505	3,535	3,470	3,538	3,535	3,522	3,405	3,411	3,685	3,560	3,755	3,744
À 1 an	3,505	3,544	3,455	3,514	3,525	3,457	3,520	3,435	3,940	3,799	3,970	3,985
<b>Yen</b>												
Au jour le jour	- 0,025	- 0,020	- 0,050	- 0,076	- 0,020	- 0,018	0,010	- 0,036	- 0,030	- 0,019	- 0,010	0,000
À 1 mois	- 0,015	- 0,008	- 0,030	- 0,022	- 0,020	- 0,016	- 0,010	- 0,034	0,045	- 0,010	0,026	0,051
À 3 mois	0,015	0,025	0,010	0,012	- 0,025	0,006	0,060	- 0,021	0,045	- 0,044	0,075	- 0,001
À 6 mois	0,015	0,039	0,045	0,028	0,070	0,025	- 0,030	- 0,019	0,045	- 0,014	- 0,015	- 0,021
À 1 an	0,080	0,108	0,120	0,108	0,070	0,098	0,030	0,042	0,060	0,044	0,070	0,047
<b>Franc suisse</b>												
Au jour le jour	0,045	0,037	0,025	0,033	- 0,025	0,036	0,015	0,026	0,020	0,016	0,015	0,014
À 1 mois	0,230	0,224	0,200	0,207	0,210	0,208	0,200	0,209	0,180	0,188	0,160	0,169
À 3 mois	0,250	0,249	0,220	0,225	0,240	0,217	0,230	0,224	0,210	0,213	0,200	0,203
À 6 mois	0,300	0,291	0,240	0,255	0,270	0,243	0,280	0,266	0,240	0,266	0,240	0,262
À 1 an	0,450	0,447	0,330	0,358	0,370	0,321	0,420	0,370	0,430	0,464	0,380	0,446

Source : Banque de France

Réalisé le 6 octobre 2003  
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

**Tableau 6**  
**Tableau de bord de l'économie française**

	Octobre 2002	Novembre 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	Février 2003	Mars 2003
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	5,54	6,95	1,46	0,52	1,58	1,95
Comptes sur livret	8,81	8,97	9,08	9,10	9,88	10,89
Titres d'OPCVM monétaires	6,98	8,05	8,30	7,95	6,86	8,63
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,83	3,53	4,03	3,04	3,48	3,18
Endettement intérieur total	5,06	4,77	5,52	5,46	5,82	6,25
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,26	3,12	2,94	2,83	2,69	2,53
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,55	4,53	4,38	4,22	4,01	4,10
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
<b>Cours de change</b> (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	0,98	1,00	1,02	1,06	1,08	1,08
EUR/JPY	121,57	121,65	124,20	126,12	128,60	128,16
EUR/GBP	0,63	0,64	0,64	0,66	0,67	0,68
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,19	0,00	0,19	0,19	0,65	0,46
Variation depuis le début de l'année	2,11	2,11	2,30	0,19	0,84	1,31
Glissement sur 12 mois	1,91	2,21	2,30	2,00	2,57	2,56
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,86	0,87	- 1,11	0,95	0,69	- 0,51
Glissement sur 12 mois	- 0,69	0,69	- 0,52	0,43	1,38	0,00
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
Variation mensuelle	0,02	0,61	0,67	0,59	0,81	0,95
Glissement sur 12 mois	5,37	4,68	4,76	5,33	5,75	5,89
Taux de chômage (définition BIT)	9,10	9,20	9,30	9,30	9,40	9,40
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,53	26,97	25,84	26,54	26,31	26,41
Exportations FAB (NES 1999)	27,17	27,20	26,81	26,93	26,63	26,57
Solde mensuel	0,64	0,22	0,97	0,39	0,32	0,16
Solde cumulé depuis le début de l'année	7,29	7,52	8,48	0,39	0,70	0,86
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	- 1 429	3 613	5 087	4 532	1 057	1 956
Cumul depuis le début de l'année	18 756	22 369	27 456	4 532	5 589	7 545

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

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

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

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

## Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Avril 2003	Mai 2003	Juin 2003	Juillet 2003	Août 2003	Septembre 2003
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	1,72	4,95	3,33	5,29		
Comptes sur livret	11,47	11,70	12,25	12,46		
Titres d'OPCVM monétaires	7,85	9,60	11,38	9,71		
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	2,60	2,64	2,61	3,19		
Endettement intérieur total	6,10	6,74	6,69	7,30		
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,53	2,40	2,15	2,13	2,14	2,15
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,22	3,89	3,69	4,01	4,16	4,23
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	2,25	2,25
Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
<b>Cours de change</b> (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	1,08	1,16	1,17	1,14	1,11	1,12
EUR/JPY	130,12	135,83	138,05	134,99	132,38	128,94
EUR/GBP	0,69	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	- 0,19	- 0,09	0,19	- 0,09	0,19	
Variation depuis le début de l'année	1,12	1,03	1,22	1,12	1,31	
Glissement sur 12 mois	1,98	1,79	1,98	1,89	1,89	
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,51	- 1,29	1,05	- 0,26		
Glissement sur 12 mois	- 0,85	- 2,30	- 1,03	- 1,11		
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
Variation mensuelle	0,23	0,40	1,09	- 0,21		
Glissement sur 12 mois	5,71	5,69	6,32	5,73		
Taux de chômage définition BIT	9,50	9,50	9,50	9,60	9,60	
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,32	24,90	25,86	24,48		
Exportations FAB (NES 1999)	26,52	25,17	25,49	25,79		
Solde mensuel	0,20	0,27	- 0,37	1,32		
Solde cumulé depuis le début de l'année	1,06	1,33	0,96	2,27		
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	- 4 554	1 179	2 784	36		
Cumul depuis le début de l'année	2 991	4 170	6 954	6 990		

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

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

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

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

**Tableau 7**  
**Réserves obligatoires**  
**Assiettes**

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

Assiette de réserves : Base arrêtée fin du mois de :	Assiette	Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %				
		Total		Dépôts (à vue, à terme d'une durée $\leq$ à 2 ans avec préavis)	Autres exigibilités (a)	Dépôts (d'une durée $>$ à 2 ans avec préavis)	Autres exigibilités (b)			
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
<b>2003</b>										
Avril	11 312,6	1 875,9	6 154,9	1 005,0	431,4	168,7	1 406,9	104,0	3 319,4	598,9
Mai	11 340,5	1 897,2	6 182,9	1 004,6	423,1	167,4	1 401,2	98,5	3 333,2	626,6
Juin	11 381,7	1 886,1	6 217,9	1 002,7	415,4	163,7	1 421,4	106,6	3 326,9	613,1
Juillet (p)	11 381,5	1 894,3	6 165,6	1 013,2	417,6	165,7	1 429,3	106,9	3 369,0	608,6

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

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

**Réserves exigées, réserves constituées**

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

Période de constitution prenant fin le :	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
<b>2003</b>									
23 avril	130,0	22,8	130,5	22,9	0,5	0,1	0,0	0,0	2,53
23 mai	130,3	22,8	130,8	22,9	0,5	0,1	0,0	0,0	2,54
23 juin	131,2	23,4	131,7	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,34
23 juillet	131,6	23,4	132,0	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,09
23 août	132,1	23,3	132,7	23,4	0,6	0,1	0,0	0,0	2,06
23 septembre 2003 (p)	131,1	23,5		23,6		0,1		0,0	2,07

**Facteurs de liquidité bancaire (encours)**

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période de constitution prenant fin le :	Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)		Avoirs						
						(A)	(B)							
<b>Zone euro</b>														
<b>2003</b>														
23 avril	358,5	337,4	52,1	20,5	- 93,7	224,3	130,6							
23 mai	366,2	333,1	42,6	15,5	- 91,2	222,8	130,9							
23 juin	373,2	331,3	52,6	13,2	- 107,7	240,6	131,9							
23 juillet	382,7	320,4	52,4	2,9	- 117,6	249,8	132,2							
23 août	391,6	315,8	51,5	- 1,6	- 125,7	258,5	132,8							
<b>Dont : France</b>														
<b>2003</b>	<b>23 avril</b>	<b>67,8</b>	<b>56,7</b>	<b>0,2</b>	<b>- 25,3</b>	<b>14,0</b>	<b>9,0</b>	<b>23,0</b>						
	23 mai	69,8	56,0	0,2	- 27,4	13,5	9,5	23,0						
	23 juin	71,2	56,1	0,2	- 25,9	10,6	13,0	23,6						
	23 juillet	72,9	55,0	0,2	- 32,4	14,3	9,2	23,5						
	23 août	74,8	54,6	0,2	- 33,5	13,1	10,3	23,4						
	23 septembre	74,6	54,7	0,2	- 35,1	15,0	8,6	23,7						

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

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

(p) Chiffres provisoires

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 6 octobre 2003

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

Tableau 8

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

Compte de transactions courantes : données brutes

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)
	(en millions d'euros)							
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>25 702</b>	<b>27 456</b>	<b>1 179</b>	<b>2 784</b>	<b>36</b>	<b>1 852</b>	<b>18 313</b>	<b>8 842</b>
<b>Biens</b>	<b>3 947</b>	<b>10 137</b>	<b>- 15</b>	<b>671</b>	<b>1 554</b>	<b>- 451</b>	<b>6 183</b>	<b>2 123</b>
Recettes	328 501	323 460	24 642	26 897	27 206	19 820	214 106	205 078
Dépenses	324 554	313 323	24 657	26 226	25 652	20 271	207 923	202 955
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 680</i>	<i>10 094</i>	<i>- 4</i>	<i>750</i>	<i>1 565</i>	<i>- 559</i>	<i>5 859</i>	<i>2 330</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	3 388	9 758	69	896	1 810	- 339	5 655	2 874
Total des corrections	292	336	- 73	- 146	- 245	- 220	204	- 544
<b>Services</b>	<b>19 922</b>	<b>18 715</b>	<b>895</b>	<b>1 829</b>	<b>1 566</b>	<b>1 779</b>	<b>13 198</b>	<b>10 535</b>
Recettes	89 580	91 225	7 018	7 678	8 227	7 476	61 366	58 817
Dépenses	69 658	72 510	6 123	5 849	6 661	5 697	48 168	48 282
<i>Voyages</i>	<i>13 624</i>	<i>13 610</i>	<i>787</i>	<i>1 611</i>	<i>1 900</i>	<i>1 050</i>	<i>9 470</i>	<i>8 874</i>
Recettes	33 679	34 190	2 713	3 194	3 800	3 300	23 390	22 725
Dépenses	20 055	20 580	1 926	1 583	1 900	2 250	13 920	13 851
<b>Total « Biens et services »</b>	<b>23 869</b>	<b>28 852</b>	<b>880</b>	<b>2 500</b>	<b>3 120</b>	<b>1 328</b>	<b>19 381</b>	<b>12 658</b>
<b>Revenus</b>	<b>18 387</b>	<b>13 604</b>	<b>1 874</b>	<b>2 327</b>	<b>- 864</b>	<b>2 348</b>	<b>7 496</b>	<b>5 505</b>
Rémunération des salariés	8 190	8 803	717	718	784	744	5 854	5 895
Revenus des investissements	10 197	4 801	1 157	1 609	- 1 648	1 604	1 642	- 390
dont : Directs	15 851	14 747	1 728	1 727	595	374	10 064	7 241
De portefeuille	- 3 994	- 7 875	- 1 510	- 38	- 2 186	1 359	- 6 708	- 8 082
Autres	- 1 660	- 2 071	939	- 80	- 57	- 129	- 1 714	451
<b>Transferts courants</b>	<b>- 16 554</b>	<b>- 15 000</b>	<b>- 1 575</b>	<b>- 2 043</b>	<b>- 2 220</b>	<b>- 1 824</b>	<b>- 8 564</b>	<b>- 9 321</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2003

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

*Tableau 8 (suite)*

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

Compte de capital : données brutes

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)
<b>Compte de capital</b>	<b>- 330</b>	<b>- 172</b>	<b>- 806</b>	<b>143</b>	<b>- 43</b>	<b>49</b>	<b>- 108</b>	<b>- 7 974</b>
Transferts en capital	- 183	- 61	- 806	152	- 43	54	- 57	- 7 948
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	0	- 9	0	- 5	- 51	- 26

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>24 628</b>	<b>28 299</b>	<b>1 406</b>	<b>932</b>	<b>1 214</b>	<b>2 274</b>	<b>19 487</b>	<b>10 532</b>
<b>Biens</b>	<b>3 222</b>	<b>9 346</b>	<b>147</b>	<b>33</b>	<b>390</b>	<b>535</b>	<b>7 016</b>	<b>1 865</b>
Marchandises générales	3 795	8 966	20	646	887	829	6 219	3 338
<b>Services</b>	<b>20 304</b>	<b>18 401</b>	<b>678</b>	<b>1 199</b>	<b>1 194</b>	<b>1 493</b>	<b>12 738</b>	<b>10 309</b>
dont : Voyages	13 592	13 623	768	1 102	1 029	1 083	8 882	8 632
<b>Revenus</b>	<b>17 514</b>	<b>13 444</b>	<b>1 330</b>	<b>412</b>	<b>1 043</b>	<b>1 169</b>	<b>8 135</b>	<b>5 856</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2003  
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – Tél. 01 42 92 51 85

**Tableau 9**  
**Balance des paiements : compte financier**

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)
<i>(en millions d'euros)</i>								
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS</b>	<b>- 42 224</b>	<b>- 11 732</b>	<b>- 4 126</b>	<b>473</b>	<b>2 563</b>	<b>- 5 693</b>	<b>- 6 568</b>	<b>- 18 683</b>
<b>Français à l'étranger</b>	<b>- 103 899</b>	<b>- 66 459</b>	<b>- 6 667</b>	<b>- 961</b>	<b>- 3 823</b>	<b>- 6 694</b>	<b>- 39 359</b>	<b>- 41 819</b>
Capital social	- 60 873	- 29 253	- 375	- 1 188	- 777	- 2 541	- 18 429	- 10 126
Bénéfices réinvestis	- 7 380	- 7 404	- 332	- 332	- 332	- 332	- 4 936	- 3 511
Autres opérations	- 35 646	- 29 802	- 5 960	559	- 2 714	- 3 821	- 15 994	- 28 182
<b>Étrangers en France</b>	<b>61 675</b>	<b>54 727</b>	<b>2 541</b>	<b>1 434</b>	<b>6 386</b>	<b>1 001</b>	<b>32 791</b>	<b>23 136</b>
Capital social	23 086	31 758	1 440	867	1 888	545	17 997	8 617
Bénéfices réinvestis	2 436	2 652	10	10	10	10	1 768	713
Autres opérations	36 153	20 317	1 091	557	4 488	446	13 026	13 806
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>24 004</b>	<b>- 19 447</b>	<b>- 165</b>	<b>14 583</b>	<b>- 15 091</b>	<b>4 625</b>	<b>- 37 764</b>	<b>- 10 182</b>
<b>Avoirs – Titres étrangers</b>	<b>- 95 017</b>	<b>- 84 839</b>	<b>- 20 765</b>	<b>- 5 741</b>	<b>- 16 064</b>	<b>3 802</b>	<b>- 73 221</b>	<b>- 100 694</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 21 252	- 18 543	3 041	- 3 001	- 5 600	- 1 554	- 14 730	- 21 604
Obligations et assimilés	- 62 631	- 59 982	- 14 475	77	- 13 613	794	- 48 812	- 56 998
Instruments du marché monétaire	- 11 134	- 6 314	- 9 331	- 2 817	3 149	4 562	- 9 679	- 22 092
<b>Engagements – Titres français</b>	<b>119 021</b>	<b>65 392</b>	<b>20 600</b>	<b>20 324</b>	<b>973</b>	<b>823</b>	<b>35 457</b>	<b>90 512</b>
Actions et titres d'OPCVM	15 211	- 4 809	- 573	4 515	839	889	- 3 439	9 664
Obligations et assimilés	95 647	66 764	19 711	15 987	- 448	2 059	38 510	79 101
dont : OAT	21 284	19 567	6 684	2 484	1 930	141	15 223	20 784
BTAN	9 937	3 230	1 845	4 802	- 7 489	- 471	- 3 895	3 071
Instruments du marché monétaire	8 163	3 437	1 462	- 178	582	- 2 125	386	1 747
dont : BTF	4 891	6 509	980	1 110	581	- 359	3 622	5 545
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	36 112	29 306	9 509	8 396	- 4 978	- 689	14 950	29 400
<b>PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>2 784</b>	<b>5 531</b>	<b>874</b>	<b>- 2 769</b>	<b>- 3 409</b>	<b>- 2 383</b>	<b>1 550</b>	<b>- 7 531</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>- 23 427</b>	<b>- 8 851</b>	<b>10 671</b>	<b>- 21 325</b>	<b>8 998</b>	<b>- 1 097</b>	<b>26 720</b>	<b>17 092</b>
<b>Avoirs</b>	<b>- 65 463</b>	<b>- 34 370</b>	<b>- 11 070</b>	<b>33 350</b>	<b>- 3 613</b>	<b>11 051</b>	<b>39 322</b>	<b>- 12 277</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 975	490	- 155	262	240	- 94	2 076
Prêts	- 66 176	- 33 366	- 11 560	33 505	- 3 872	10 811	39 442	- 14 326
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	4 320	- 8 578	2 054	- 8 648	10 976	287
Administrations publiques	171	1 008	- 3 040	1 990	112	- 1	1 229	- 175
Institutions financières monétaires (d)	- 51 478	- 32 689	- 15 777	26 648	- 11 134	19 730	22 625	- 10 979
Autres secteurs (e)	- 567	2 642	2 937	13 445	5 096	- 270	4 612	- 3 459
Autres avoirs	- 31	- 29	0	0	- 3	0	- 26	- 27
<b>Engagements</b>	<b>42 036</b>	<b>25 519</b>	<b>21 741</b>	<b>- 54 675</b>	<b>12 611</b>	<b>- 12 148</b>	<b>- 12 602</b>	<b>29 369</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 2 078	- 407	3	- 168	- 276	- 2 530	- 1 452
Prêts	42 836	27 597	22 148	- 54 678	12 779	- 11 872	- 10 072	30 821
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	970	123	- 510	333	- 903	852
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	1 305	- 1 291	970	123	- 510	333	- 903	852
Administrations publiques	1 577	165	602	629	- 125	465	- 487	- 594
Institutions financières monétaires (d)	45 984	29 570	19 921	- 45 117	17 174	- 13 012	- 8 650	35 229
Autres secteurs (e)	- 6 030	- 847	655	- 10 313	- 3 760	342	- 32	- 4 666

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2003

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

**Tableau 9 (suite)**

**Balance des paiements : compte financier (suite)**

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)	(en millions d'euros)
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>5 763</b>	<b>4 201</b>	<b>- 1 577</b>	<b>- 853</b>	<b>669</b>	<b>- 567</b>	<b>2 189</b>	<b>- 1 744</b>	
Or	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 14	- 1	- 1	- 15	- 67	- 51	
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	- 1 071	- 285	- 6	12	- 675	- 1 481	
Devises étrangères	7 016	4 895	- 492	- 567	676	- 564	2 931	- 212	
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Compte financier</b>	<b>- 33 100</b>	<b>- 30 298</b>	<b>5 677</b>	<b>- 9 891</b>	<b>- 6 270</b>	<b>- 5 115</b>	<b>- 13 873</b>	<b>- 21 048</b>	

NB : À compter de janvier 1999, les avoirs de réserve (bruts), conformément à la nouvelle définition statistique retenue par l'Eurosystème, n'incluent pas les avoirs en devises sur des résidents de la zone euro.

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

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2003  
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

**Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires**

	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Mai 2003 (b)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	8 mois 2002 (a)	8 mois 2003 (c)	(en millions d'euros)
<b>Total</b>	<b>- 5 494</b>	<b>- 3 119</b>	<b>4 144</b>	<b>- 18 469</b>	<b>6 040</b>	<b>6 718</b>	<b>13 975</b>	<b>24 250</b>	
<b>Avoirs</b>	<b>- 51 478</b>	<b>- 32 689</b>	<b>- 15 777</b>	<b>26 648</b>	<b>- 11 134</b>	<b>19 730</b>	<b>22 625</b>	<b>- 10 979</b>	
Long terme	- 9 349	- 11 958	- 1 976	- 533	- 3 459	- 203	- 3 220	- 17 230	
Euros	- 5 830	- 9 598	- 1 195	- 393	- 2 166	535	- 2 673	- 12 222	
Devises	- 3 519	- 2 360	- 781	- 140	- 1 293	- 738	- 547	- 5 008	
Court terme	- 42 129	- 20 731	- 13 801	27 181	- 7 675	19 933	25 845	6 251	
Euros	- 35 846	- 33 626	- 3 820	11 836	- 3 707	20 608	- 6 493	8 684	
Devises	- 6 283	12 895	- 9 981	15 345	- 3 968	- 675	32 338	- 2 433	
<b>Engagements</b>	<b>45 984</b>	<b>29 570</b>	<b>19 921</b>	<b>- 45 117</b>	<b>17 174</b>	<b>- 13 012</b>	<b>- 8 650</b>	<b>35 229</b>	
Long terme	1 811	23 725	- 3 012	9 669	- 98	3 832	9 828	22 078	
Euros	4 991	14 690	- 3 307	5 855	- 1 124	1 191	6 167	6 480	
Devises	- 3 180	9 035	295	3 814	1 026	2 641	3 661	15 598	
Court terme	44 173	5 845	22 933	- 54 786	17 272	- 16 844	- 18 478	13 151	
Euros	22 474	29 323	22 012	- 40 961	19 377	- 5 034	32 386	28 163	
Devises	21 699	- 23 478	921	- 13 825	- 2 105	- 11 810	- 50 864	- 15 012	

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

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2003  
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

## Méthodologie (tableaux 10 à 23)

### Définitions

---

#### 1. Zones géographiques

*Zone euro* : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

*France* = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

#### 2. Secteurs économiques

*Institutions financières monétaires (IFM)* : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

*Administrations publiques* = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

*Secteur privé* = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

*Agents non financiers (ANF)* = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers.

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

#### 3. Instruments financiers

Les *dépôts à terme* comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les *dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois* recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les *pensions* représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminée.

Les *titres autres que des actions ou titres de créance* sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les *instruments du marché monétaire* correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Les *crédits* incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « *toutes devises* ».

L'*endettement intérieur total* (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

**Tableau 10**  
**Bilan de la Banque de France**

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002	Décembre 2002	Août 2003
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>52,9</b>	<b>33,4</b>	<b>20,4</b>	<b>18,5</b>	<b>19,7</b>	<b>16,1</b>
Crédits	50,6	30,7	17,7	15,9	17,0	11,1
IFM	48,4	29,0	16,4	14,6	16,1	10,3
Administration centrale	1,7	1,4	1,0	1,0	0,6	0,5
Secteur privé	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,3	2,7	2,7	2,6	2,7	5,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,3	2,7	2,7	2,6	2,7	5,0
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>17,6</b>	<b>14,3</b>	<b>29,2</b>	<b>19,2</b>	<b>33,8</b>	<b>34,0</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>34,3</b>	<b>34,5</b>	<b>29,7</b>	<b>23,8</b>	<b>21,5</b>	<b>19,4</b>
<b>Avoirs en or</b>	<b>28,2</b>	<b>28,5</b>	<b>30,6</b>	<b>30,9</b>	<b>31,8</b>	<b>33,2</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques (a)</b>	<b>20,7</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>	<b>42,7</b>	<b>47,7</b>	<b>47,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>135,2</b>	<b>154,6</b>	<b>150,4</b>

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

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002	Décembre 2002	Août 2003
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>27,0</b>	<b>30,9</b>	<b>32,8</b>	<b>24,8</b>	<b>36,2</b>	<b>32,4</b>
IFM	24,4	28,1	29,5	23,9	34,6	31,4
Administration centrale	1,1	2,0	2,5	0,1	0,8	0,3
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>27,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
IFM	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>91,9</b>	<b>97,0</b>	<b>92,6</b>	<b>108,0</b>	<b>116,6</b>	<b>115,1</b>
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,3	49,2	34,6	64,5	74,2	76,2
<i>Titres de créance émis</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Capital et réserves</i>	34,2	38,2	42,5	38,7	38,4	34,9
Autres	8,4	9,6	15,6	4,7	4,0	4,0
<b>TOTAL</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>135,2</b>	<b>154,6</b>	<b>150,4</b>

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 11

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

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002	Décembre 2002	Août 2003
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>2 491,0</b>	<b>2 560,6</b>	<b>2 753,7</b>	<b>2 853,9</b>	<b>2 877,1</b>	<b>3 020,9</b>
Crédits	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 190,0	2 210,9	2 272,8
IFM	853,9	837,2	906,3	937,6	953,7	990,5
APU	119,9	120,8	118,3	115,3	126,8	125,6
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 137,1	1 130,5	1 156,8
<i>Titres autres que des actions</i>	406,2	368,9	407,0	418,7	416,4	449,9
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,6	112,6	116,2	140,9
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	53,9	52,1	49,8
APU	192,5	147,2	151,3	155,3	152,4	156,2
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	97,0	95,7	103,0
Titres d'OPCVM monétaires	12,0	22,1	35,5	56,5	58,4	65,8
<i>Actions et autres participations</i>	157,2	166,3	183,5	188,8	191,4	232,4
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>314,3</b>	<b>313,5</b>	<b>349,4</b>	<b>399,9</b>	<b>408,6</b>	<b>458,4</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>425,9</b>	<b>467,9</b>	<b>507,0</b>	<b>469,2</b>	<b>513,3</b>	<b>529,7</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>372,4</b>	<b>394,6</b>	<b>440,2</b>	<b>378,7</b>	<b>364,6</b>	<b>365,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 101,8</b>	<b>4 163,7</b>	<b>4 374,7</b>

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002	Décembre 2002	Août 2003
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>1 769,5</b>	<b>1 754,8</b>	<b>1 838,8</b>	<b>1 868,9</b>	<b>1 922,9</b>	<b>2 029,4</b>
IFM	884,5	847,4	868,0	907,0	927,0	968,7
<i>Administration centrale</i>	9,8	5,6	4,4	3,7	11,7	16,9
<i>Autres secteurs</i>	875,2	901,7	966,4	958,2	984,2	1 043,8
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	274,4	290,9	316,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	63,9	60,4	52,8
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	274,6	284,1	291,7
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	309,0	321,0	346,3
Pensions	20,9	26,5	30,7	36,3	27,7	36,6
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>172,2</b>	<b>161,4</b>	<b>173,7</b>	<b>184,0</b>	<b>195,4</b>	<b>212,9</b>
IFM	150,2	139,0	149,4	155,2	170,8	180,7
<i>Autres secteurs</i>	22,0	22,4	24,2	28,9	24,5	32,2
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>328,3</b>	<b>410,5</b>	<b>450,3</b>	<b>410,9</b>	<b>437,3</b>	<b>450,0</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>1 333,5</b>	<b>1 410,0</b>	<b>1 587,7</b>	<b>1 637,9</b>	<b>1 608,1</b>	<b>1 682,4</b>
<i>Titres de créances émis</i> ≤ 2 ans	156,6	163,8	197,1	208,2	206,5	231,8
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	362,4	354,9	373,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	181,7	213,3	258,6	308,0	303,8	339,1
<i>Capital et réserves</i>	245,0	249,3	270,5	275,1	284,1	291,0
Autres	428,0	445,1	504,5	484,1	458,8	446,6
<b>TOTAL</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 101,8</b>	<b>4 163,7</b>	<b>4 374,7</b>

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, « au passif », des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

*Tableau 12*

**Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)**

<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>					
	Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme $\leq 2$ ans	Dépôts avec préavis $\leq 3$ mois	Total	Taux de croissance annuel
<b>1999</b> Décembre	64,9	0,4	0,3	65,6	10,9
<b>2000</b> Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	4,1
<b>2001</b> Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
<b>2002</b> Août	74,0	0,0	0,0	74,0	14,9
Septembre	74,5	0,0	0,0	74,5	17,5
Octobre	75,0	0,0	0,0	75,0	17,0
Novembre	75,5	0,0	0,0	75,5	16,4
Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
<b>2003</b> Janvier	81,3	0,0	0,0	81,3	13,2
Février	82,4	0,0	0,0	82,4	14,3
Mars	82,0	0,0	0,0	82,0	12,1
Avril	81,3	0,0	0,0	81,3	10,6
Mai	80,6	0,0	0,0	80,6	9,2
Juin	67,4	0,0	0,0	67,4	8,8
Juillet	36,9	0,0	0,0	36,9	16,9
Août	33,6	0,0	0,0	33,6	4,0

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

NB : Depuis juin 2003 (Bulletin n° 116), les dépôts à vue du Fonds de réserve des retraites sont reclassés dans le secteur des administrations centrales et ne sont donc plus repris dans le présent tableau. Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les comptes chèques postaux ne sont plus recensés dans la colonne « Dépôts à vue » en raison de l'arrêt de la centralisation des fonds CCP au Trésor public. Les encours correspondants sont désormais intégrés au bilan des institutions financières monétaires (cf. note du Tableau 11).

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 13**  
**Engagements monétaires des IFM**

		(taux de croissance annuel en %)					
		M1 (hors billets et pièces)		M2 (hors billets et pièces)		M3 (hors billets et pièces)	
		Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)
<b>2000</b>	Décembre	7,0	7,6	4,2	6,5	4,6	7,6
<b>2001</b>	Décembre	12,8	11,0	9,5	9,4	10,7	9,8
<b>2002</b>	Août	10,5	6,8	7,5	6,0	7,9	6,1
	Septembre	9,6	8,7	7,0	7,4	7,5	6,5
	Octobre	8,6	5,4	6,8	5,7	7,0	4,3
	Novembre	8,6	6,8	6,5	6,4	6,8	4,6
	Décembre	5,8	1,3	4,6	3,9	5,2	3,5
<b>2003</b>	Janvier	5,7	0,2	4,9	3,7	5,9	3,6
	Février	6,0	2,0	5,4	4,6	6,4	3,7
	Mars	8,2	2,5	6,1	5,3	6,4	4,0
	Avril	7,4	1,8	6,3	4,8	7,2	5,5
	Mai	8,7	4,9	7,1	6,7	7,4	5,4
	Juin	8,5	3,2	6,8	5,9	7,1	4,5
	Juillet	9,0	6,1	7,2	7,2	7,4	5,9
	Août	9,8	4,9	7,3	5,9	7,1	4,7

(a) La « contribution française » aux agrégats de la zone euro, selon la définition harmonisée arrêtée par l'Eurosystème, mesure les engagements monétaires des Institutions financières monétaires (IFM) résidant en France, hors billets et pièces en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales) ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales (La Poste...). Elle est comparée ici aux engagements monétaires de même type enregistrés dans l'ensemble de la zone.

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 14**  
**Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France**

		(taux de croissance annuel en %)							
		M1		M2		M3		Crédits au secteur privé	
		Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (b)
<b>2000</b>	Décembre	5,7	6,7	3,8	6,1	4,2	7,2	9,5	9,6
<b>2001</b>	Décembre	5,1	5,7	6,1	6,7	7,6	7,9	6,0	6,0
<b>2002</b>	Août	8,0	5,8	6,6	5,4	7,1	5,7	5,4	5,1
	Septembre	8,0	8,2	6,4	7,1	7,0	6,4	5,1	5,1
	Octobre	8,3	6,1	6,8	5,9	6,9	4,5	5,0	3,9
	Novembre	9,5	8,4	7,0	7,1	7,2	5,1	4,4	3,6
	Décembre	9,8	5,1	6,5	5,8	6,8	4,9	4,7	4,3
<b>2003</b>	Janvier	9,1	3,7	6,5	5,3	7,2	4,7	4,9	3,6
	Février	10,0	6,1	7,3	6,6	7,9	5,1	5,1	4,1
	Mars	11,6	6,4	7,8	7,2	7,9	5,4	4,7	3,5
	Avril	10,9	6,2	8,0	6,8	8,6	7,0	4,7	2,8
	Mai	11,8	8,5	8,7	8,5	8,7	6,7	4,7	2,8
	Juin	11,3	6,7	8,3	7,5	8,3	5,8	4,5	2,9
	Juillet	11,7	9,3	8,6	8,7	8,6	7,0	4,9	3,4
	Août	12,3	8,1	8,6	7,5	8,3	5,8	5,0	3,0

(a) La composante France mesure les engagements monétaires, y compris les billets et pièces, des IFM résidant en France vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales) ainsi que les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales ou les crédits consentis par ces mêmes IFM. Depuis janvier 2002, les billets en circulation inclus dans M1 font l'objet d'un traitement qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Le taux de croissance des engagements monétaires des IFM résidant en France a été corrigé, à partir de janvier 2002, de l'effet lié à la rupture de la série des billets en circulation.

(b) Crédits des IFM résidant en France consentis aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 15**  
**Dépôts à vue**

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
							Encours	Total
								Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	162,0	95,2	38,4	295,6	13,3	308,9	9,3
<b>2000</b>	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
<b>2001</b>	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
<b>2002</b>	Août	182,7	105,9	46,0	334,7	14,5	349,2	6,7
	Septembre	186,4	109,7	46,7	342,7	16,8	359,5	8,6
	Octobre	183,7	103,2	47,4	334,3	14,6	348,9	5,5
	Novembre	185,8	107,5	47,8	341,1	16,3	357,4	7,0
	Décembre	187,1	116,5	54,4	358,0	16,0	374,0	1,5
<b>2003</b>	Janvier	181,7	103,7	55,5	340,9	15,6	356,5	0,5
	Février	177,2	102,0	56,1	335,2	16,2	351,5	1,6
	Mars	179,8	104,2	55,4	339,4	15,4	354,7	1,9
	Avril	186,2	104,1	55,0	345,3	14,6	359,9	1,7
	Mai	183,1	106,4	55,5	344,9	17,9	362,8	4,9
	Juin	189,0	108,7	39,6	337,3	17,9	355,2	3,3
	Juillet	198,7	105,5	40,9	345,1	13,6	358,7	6,3
	Août	198,7	103,3	36,1	338,1	12,7	350,8	5,2

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

**Tableau 16**  
**Comptes sur livret**

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
									Encours	Total
										Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,1
<b>2000</b>	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
<b>2001</b>	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
<b>2002</b>	Août	107,6	14,6	32,1	40,2	47,6	5,3	61,6	309,0	8,7
	Septembre	107,6	14,6	32,3	40,2	47,7	5,4	62,3	310,2	9,3
	Octobre	107,5	14,5	32,3	40,1	48,0	5,4	63,1	310,8	8,8
	Novembre	107,5	14,5	32,5	40,2	48,2	5,4	64,2	312,4	9,0
	Décembre	110,3	14,9	33,3	41,2	49,9	5,5	65,9	321,0	9,1
<b>2003</b>	Janvier	112,9	15,1	34,0	42,2	50,3	5,4	69,1	329,1	9,1
	Février	113,0	15,1	34,1	42,4	50,5	5,4	70,9	331,5	9,9
	Mars	113,2	15,2	34,3	42,6	50,7	5,4	73,8	335,1	10,9
	Avril	114,0	15,3	34,7	43,0	50,8	5,4	76,4	339,5	11,5
	Mai	113,8	15,2	34,7	42,9	50,8	5,4	77,2	340,0	11,7
	Juin	113,9	15,3	34,8	42,9	50,7	5,4	78,1	341,1	12,3
	Juillet	113,8	15,4	35,2	43,1	51,0	5,4	80,9	344,9	12,5
	Août	113,0	15,4	35,4	43,0	51,5	5,5	82,4	346,3	12,1

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

**Tableau 17**  
**Dépôts à terme**  
 $\leq 2$  ans

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Encours	Total	Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	14,4	18,7	0,4	33,5	6,8	40,2	2,0	
<b>2000</b>	Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7	
<b>2001</b>	Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2	
<b>2002</b>	Août	28,7	28,4	0,4	57,5	6,4	63,9	- 7,0	
	Septembre	28,2	28,8	0,4	57,3	5,9	63,2	- 9,1	
	Octobre	28,1	30,2	0,6	58,8	6,0	64,8	- 6,6	
	Novembre	27,9	31,0	0,6	59,5	5,2	64,7	- 5,0	
	Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2	
<b>2003</b>	Janvier	28,6	23,8	0,3	52,7	5,7	58,4	- 3,1	
	Février	27,1	23,8	0,5	51,4	5,9	57,3	- 7,8	
	Mars	25,8	26,0	0,6	52,3	5,9	58,3	- 9,0	
	Avril	24,9	25,3	0,6	50,7	4,5	55,2	- 19,9	
	Mai	24,1	25,0	0,6	49,7	5,1	54,7	- 15,7	
	Juin	22,9	25,2	1,1	49,2	4,6	53,8	- 10,0	
	Juillet	22,4	25,0	0,5	48,0	5,8	53,7	- 13,6	
	Août	22,4	24,8	0,5	47,7	5,0	52,8	- 16,9	

&gt; 2 ans

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)								
		Ménages et assimilés		Sociétés	Administrations	Total	Autres		Total	
		PEL	PEP	Autres	non	publiques	ANF	agents	Encours	Taux de
					financières	hors	hors	(c)		Croissance
					administrations	administrations	administrations			annuel
					centrales	centrales	centrales (b)			
<b>1999</b>	Décembre	188,7	73,1	27,3	3,9	0,1	293,0	5,4	298,4	1,8
<b>2000</b>	Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
<b>2001</b>	Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
<b>2002</b>	Août	197,4	48,6	22,3	2,1	0,2	270,7	4,1	274,6	1,2
	Septembre	197,7	48,2	22,0	2,2	0,1	270,3	4,1	274,3	1,1
	Octobre	198,1	47,8	21,4	2,3	0,1	269,6	4,0	273,6	0,7
	Novembre	198,7	47,4	21,5	1,9	0,1	269,6	4,1	273,7	1,1
	Décembre	205,7	48,2	20,8	2,4	0,2	277,3	6,9	284,1	2,4
<b>2003</b>	Janvier	207,6	48,1	16,9	5,5	0,1	278,2	9,9	288,1	1,8
	Février	207,9	47,7	17,0	5,4	0,1	278,1	10,8	288,9	2,8
	Mars	208,1	47,4	16,6	6,3	0,1	278,5	11,2	289,7	3,8
	Avril	208,2	47,1	16,5	6,4	0,1	278,3	11,3	289,6	4,2
	Mai	208,2	46,8	16,6	7,2	0,1	278,9	11,4	290,3	4,7
	Juin	208,0	46,4	17,1	7,7	0,1	279,2	11,1	290,3	5,1
	Juillet	208,4	46,0	16,7	7,9	0,1	279,1	11,2	291,1	5,5
	Août	209,2	45,9	16,4	8,0	0,0	279,7	11,2	291,7	5,4

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

**Tableau 18**

**Crédits des institutions financières monétaires**

Répartition par réseaux distributeurs

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)				Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	Autres institutions financières monétaires (c)		
<b>1999</b>	Décembre	741,3	99,8	212,4	10,2	1 063,7	5,5
<b>2000</b>	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Août	942,8	101,4	191,2	18,3	1 253,6	4,9
	Septembre	945,1	103,0	191,2	19,0	1 258,3	4,9
	Octobre	948,2	102,4	190,0	17,9	1 258,5	4,0
	Novembre	948,7	103,3	187,7	16,6	1 256,3	4,0
	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,1	1 258,2	4,3
<b>2003</b>	Janvier	945,6	100,0	190,2	16,3	1 252,1	3,0
	Février	952,1	101,5	191,3	16,8	1 261,7	3,4
	Mars	967,0	105,6	192,5	18,4	1 283,5	4,0
	Avril	972,8	103,2	192,5	18,6	1 287,1	3,1
	Mai	967,3	103,8	192,0	19,4	1 282,4	3,4
	Juin	969,4	107,9	192,7	17,9	1 288,0	3,3
	Juillet	970,2	106,5	193,3	16,1	1 286,1	3,7
	Août	966,9	107,2	192,2	16,8	1 283,2	3,6

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

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

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

Répartition par secteurs bénéficiaires

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)				Total	
		Secteur privé	Administrations publiques	Encours	Taux de croissance annuel		
		Encours	Encours	Encours	Encours	Taux de croissance annuel	
<b>1999</b>	Décembre	942,0	6,4	121,6	- 1,5	1 063,7	5,5
<b>2000</b>	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Août	1 137,4	5,0	116,3	3,8	1 253,6	4,9
	Septembre	1 138,1	4,9	120,2	5,3	1 258,3	4,9
	Octobre	1 141,1	3,8	117,4	5,4	1 258,5	4,0
	Novembre	1 135,2	3,5	121,0	8,3	1 256,3	4,0
	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
<b>2003</b>	Janvier	1 130,6	3,0	121,4	3,0	1 252,1	3,0
	Février	1 138,7	3,5	123,0	3,1	1 261,7	3,4
	Mars	1 153,1	3,2	130,4	11,9	1 283,5	4,0
	Avril	1 162,6	2,6	124,5	8,4	1 287,1	3,1
	Mai	1 156,2	2,6	126,2	11,4	1 282,4	3,4
	Juin	1 159,4	2,6	128,5	10,2	1 288,0	3,3
	Juillet	1 160,8	3,2	125,3	9,0	1 286,1	3,7
	Août	1 157,1	2,9	126,1	9,9	1 283,2	3,6

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 19

**Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières**

Répartition par objets de financement

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
					Total	Encours	Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	160,8	140,0	159,0	459,8		6,4
<b>2000</b>	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3		11,9
<b>2001</b>	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8		3,6
<b>2002</b>	Août	200,4	163,7	169,1	533,2		2,7
	Septembre	199,4	163,6	167,8	530,9		0,5
	Octobre	199,2	165,6	167,9	532,8		- 0,3
	Novembre	198,6	166,4	167,0	532,0		2,3
	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0		4,1
<b>2003</b>	Janvier	201,8	159,8	166,6	528,2		3,3
	Février	201,9	159,3	165,1	526,3		3,7
	Mars	202,9	160,3	167,9	531,1		2,9
	Avril	204,0	158,9	168,3	531,2		2,1
	Mai	203,0	154,7	168,7	526,4		2,1
	Juin	204,0	150,6	169,9	524,5		0,6
	Juillet	204,6	148,7	169,2	522,4		- 0,2
	Août	204,1	148,7	169,2	522,0		0,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

**Crédits des établissements de crédit aux ménages**

Répartition par objets de financement

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
					Total	Encours	Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	285,1	92,5	76,9	454,5		7,8
<b>2000</b>	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5		6,8
<b>2001</b>	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9		5,8
<b>2002</b>	Août	342,0	105,5	82,3	529,8		6,9
	Septembre	344,2	106,2	82,9	533,3		7,0
	Octobre	346,2	107,8	82,5	536,5		7,2
	Novembre	347,6	106,5	81,8	535,9		6,5
	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8		7,0
<b>2003</b>	Janvier	352,8	106,9	81,4	541,1		6,7
	Février	354,5	106,5	84,3	545,2		7,2
	Mars	356,8	108,1	83,2	548,1		7,0
	Avril	358,9	108,7	83,3	551,0		7,0
	Mai	360,3	109,1	83,7	553,0		6,6
	Juin	363,7	110,4	83,2	557,3		6,8
	Juillet	368,9	110,5	83,1	562,5		7,0
	Août	371,7	109,3	82,8	563,7		7,0

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 21**  
**Endettement des sociétés non financières sur les marchés**

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Total		Encours	Taux de croissance annuel
		≤ 1 an	> 1 an		
<b>1999</b>	Décembre	41,2	154,2	195,4	22,2
<b>2000</b>	Décembre	56,4	180,8	237,2	21,9
<b>2001</b>	Décembre	56,2	238,7	295,0	23,7
<b>2002</b>	Août	46,7	245,1	291,7	1,4
	Septembre	45,6	246,9	292,5	1,4
	Octobre	43,9	247,2	291,1	2,4
	Novembre	43,6	251,5	295,1	- 1,0
	Décembre	42,6	251,7	294,3	0,8
<b>2003</b>	Janvier	45,2	255,0	300,1	2,6
	Février	44,5	256,9	301,4	1,7
	Mars	47,6	261,7	309,3	4,1
	Avril	46,0	265,3	311,3	5,9
	Mai	47,0	273,1	320,1	8,6
	Juin	43,7	277,2	320,8	10,6
	Juillet	44,9	277,9	322,8	11,0
	Août	45,3	278,5	323,8	11,6

Source : Banque de France

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 22**  
**Endettement des administrations publiques sur les marchés**

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Total		Encours	Taux de croissance annuel
		≤ 1 an	> 1 an		
<b>1999</b>	Décembre	34,9	585,4	620,3	4,0
<b>2000</b>	Décembre	43,2	607,8	650,9	4,9
<b>2001</b>	Décembre	52,4	636,4	688,8	5,8
<b>2002</b>	Août	76,3	646,2	722,5	5,4
	Septembre	75,1	656,9	732,0	5,7
	Octobre	74,2	667,1	741,2	8,2
	Novembre	78,9	659,5	738,4	6,1
	Décembre	88,2	658,5	746,6	8,4
<b>2003</b>	Janvier	89,1	661,1	750,2	8,8
	Février	93,3	674,1	767,4	9,6
	Mars	93,2	686,4	779,6	10,2
	Avril	96,8	681,5	778,3	10,9
	Mai	100,6	693,8	794,4	11,0
	Juin	102,5	706,8	809,3	10,7
	Juillet	103,7	697,1	800,8	11,3
	Août	103,6	696,5	800,1	10,8

Source : Banque de France

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23

**Endettement intérieur total (EIT)**

Répartition par agents

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>1999</b>	Décembre	469,9	841,6	784,9	2 096,4
<b>2000</b>	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4
<b>2001</b>	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8
<b>2002</b>	Août	545,7	1 088,1	883,6	2 517,4
	Septembre	549,1	1 077,9	897,7	2 524,8
	Octobre	552,4	1 092,8	903,8	2 549,1
	Novembre	551,8	1 098,6	904,8	2 555,2
	Décembre	556,7	1 094,7	917,9	2 569,3
<b>2003</b>	Janvier	556,8	1 101,2	915,4	2 573,5
	Février	561,2	1 102,1	933,9	2 597,1
	Mars	563,8	1 118,3	950,3	2 632,4
	Avril	566,9	1 123,8	945,5	2 636,3
	Mai	569,1	1 130,1	963,5	2 662,7
	Juin	573,2	1 133,9	981,7	2 688,8
	Juillet	578,4	1 135,2	938,1	2 651,7
	Août	579,8	1 139,7	938,2	2 657,7

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

Source : Banque de France

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

*Tableau 23 (suite)*

**Endettement intérieur total (EIT) (suite)**

Répartition par instruments

	Encours Août 2003	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Août 2003
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2 657,7</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>
Ménages et assimilés (a)	579,8	5,8	6,8	6,8	6,8
≤ 1 an	30,3	6,1	3,7	- 1,8	0,5
> 1 an	549,4	5,8	7,0	7,3	7,2
Sociétés non financières	1 139,7	10,5	3,3	4,7	5,9
≤ 1 an	380,4	3,0	- 3,7	- 1,7	1,7
> 1 an	759,3	15,1	7,2	8,2	8,1
Administrations publiques	938,2	4,3	7,6	10,8	10,2
≤ 1 an	137,1	7,7	40,5	32,5	26,1
> 1 an	801,1	3,8	2,9	7,0	7,4
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>1 264,4</b>	<b>3,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
Ménages et assimilés (a)	579,8	5,8	6,8	6,8	6,8
≤ 1 an	30,3	6,1	3,7	- 1,8	0,5
> 1 an	549,4	5,8	7,0	7,3	7,2
Sociétés non financières	556,4	3,6	3,9	0,0	0,3
≤ 1 an	115,2	- 6,1	- 6,4	- 13,8	- 11,7
> 1 an	441,2	7,1	7,3	4,4	4,0
Administrations publiques	128,3	- 2,7	5,1	7,4	8,4
≤ 1 an	23,7	- 16,4	55,5	46,9	41,6
> 1 an	104,6	- 0,9	- 0,4	1,2	2,9
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>259,6</b>	<b>13,4</b>	<b>4,9</b>	<b>8,3</b>	<b>12,2</b>
<b>Financements de marchés</b>	<b>1 123,8</b>	<b>10,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>
Sociétés non financières	323,8	23,7	0,8	11,0	11,6
≤ 1 an	45,3	- 1,1	- 24,9	- 5,7	- 3,7
> 1 an	278,5	31,4	7,0	14,0	14,4
Administrations publiques	800,1	5,8	8,4	11,3	10,8
≤ 1 an	103,6	21,6	68,1	43,0	35,7
> 1 an	696,5	4,7	3,5	7,9	8,1
<b>Financement monétaire du Trésor public</b>	<b>9,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>7,9</b>	<b>2,7</b>

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

(b) IF (institutions financières) : institutions financières monétaires et autres intermédiaires financiers (CNA, CNT, Comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires, fonds communs de créances)

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les fonds des CCP ne sont plus centralisés par le Trésor public et ne sont donc plus un financement monétaire de ce dernier.

Source : Banque de France

Réalisé le 7 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

**Tableau 24**  
**Rémunération des dépôts**

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans
<b>1999</b>	Décembre	2,25	2,42	3,45	3,96
<b>2000</b>	Décembre	3,00	3,08	4,94	4,53
<b>2001</b>	Décembre	3,00	3,08	3,34	4,44
<b>2002</b>	Août	3,00	3,07	3,35	4,50
	Septembre	3,00	3,07	3,31	4,32
	Octobre	3,00	3,07	3,26	4,40
	Novembre	3,00	3,07	3,12	4,30
	Décembre	3,00	3,07	2,94	4,31
<b>2003</b>	Janvier	3,00	3,07	2,83	4,22
	Février	3,00	3,06	2,69	4,15
	Mars	3,00	3,06	2,53	4,25
	Avril	3,00	3,06	2,53	4,22
	Mai	3,00	3,06	2,40	4,13
	Juin	3,00	3,06	2,15	4,11
	Juillet	3,00	3,06	2,13	4,18
	Août	2,25	2,44	2,14	3,43

Source : Banque de France

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

**Tableau 25**  
**Coût du crédit**

		(taux mensuels moyens en %)		
		Crédits à la consommation	Crédits à l'habitat à taux fixe	Crédits aux entreprises
			≤ 1 an	> 1 an
<b>1999</b>	Décembre	9,04	6,16	4,58
<b>2000</b>	Décembre	9,79	6,99	5,98
<b>2001</b>	Décembre	9,58	6,29	4,95
<b>2002</b>	Août	9,38	6,04	4,65
	Septembre	9,38	6,04	4,66
	Octobre	8,99	5,95	4,56
	Novembre	8,99	5,95	4,56
	Décembre	8,99	5,95	4,54
<b>2003</b>	Janvier	8,86	5,69	4,32
	Février	8,86	5,69	4,32
	Mars	8,86	5,69	4,34
	Avril	8,68	5,53	4,12
	Mai	8,68	5,53	4,12
	Juin	8,68	5,53	4,12
	Juillet	8,41	5,16	3,81
	Août	8,40	5,16	3,81

Source : Banque de France

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

**Tableau 26**  
**Taux des crédits et seuils de l'usure**

	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2003	Taux effectif pratiqué au 3 <sup>e</sup> trimestre 2003	(en %) Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> octobre 2003
<b>Crédits aux particuliers</b>			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	7,37	5,16	6,88
Prêts à taux variable	6,89	4,80	6,40
Prêts relais	7,63	5,34	7,12
<i>Crédits de trésorerie (a)</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 1 524 euros	21,63	15,94	21,25
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	17,27	12,63	16,84
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	10,36	7,47	9,96
<b>Crédits aux entreprises</b>			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	9,15	6,54	8,72
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,92	4,87	6,49
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	7,39	5,09	6,79
Découverts en compte (b)	11,47	8,39	11,19
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	9,21	6,55	8,73

NB : Informations publiées au Journal officiel du 20 septembre 2003

- (a) À la suite de la mise en application du décret relatif au calcul du taux effectif global des crédits à la consommation des ménages (Décret n° 2002-928 du 10 juin 2002), les TEG et les seuils de l'usure associés applicables à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2002 sont déterminés selon la méthode équivalente et non plus proportionnelle. Pour estimer les seuils de l'usure selon la nouvelle méthode, la Banque de France a procédé à une correction des TEG du deuxième trimestre.
- (b) Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de juillet 2003 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 29 septembre 2003  
Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 49 43

Tableau 27

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

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

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept. Octobre	Nov.	Déc.	Total
OATi 3 % Juillet 2009						375	195					1 880
Valeur nominale	1 310											
Prix d'émission	103,42					107,49	107,20					
Émission brute	1 355					403	209					1 967
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques						1	1	1				3
Valeur nominale		1	1									
Prix d'émission	116,53	116,01				117,37						3
Émission brute		1	1				1					3
OAT€ 3 % Juillet 2012												
Valeur nominale	324					184	612					1 120
Prix d'émission	104,99					107,29	107,82					
Émission brute	340					197	660					1 197
OAT 4,75 % Octobre 2012												
Valeur nominale	3 495	3 858										7 353
Prix d'émission	103,83	105,08										
Émission brute	3 629	4 054										7 683
OAT 4,75 % Octobre 2012 personnes physiques												
Valeur nominale	33	51										84
Prix d'émission	105,85	107,1										
Émission brute	35	54										89
OAT 4 % Avril 2013												
Valeur nominale		6 104	3 395	3 618	1 543	4 218						18 878
Prix d'émission		100,42	98,03	98,39	102,21	100,11						
Émission brute		6 130	3 328	3 560	1 577	4 223						18 818
OAT 4 % Avril 2013 personnes physiques												
Valeur nominale	55	79	32	32	37	25						260
Prix d'émission	102,43	100,04	100,41	104,22	102,14	101						
Émission brute	56	79	32	33	38	25						263
OATi 2,50 % Juillet 2013												
Valeur nominale	2 794		887	671	1 439	687						9 567
Prix d'émission	102,98		101,48	101,85	103,43	103,29						
Émission brute	2 877		900	683	1 488	710						9 802
OAT 4 % Octobre 2013												
Valeur nominale												6 880
Prix d'émission												96,63
Émission brute												6 648
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques												
Valeur nominale												60
Prix d'émission												98,66
Émission brute												59
OAT€ 5 % Octobre 2016												
Valeur nominale			1280									1 280
Prix d'émission			104,53									
Émission brute			1338									1 338
OAT 4,25 % Avril 2019												
Valeur nominale						3 661	1 909					5 570
Prix d'émission						99,85	96,98					
Émission brute						3 656	1 851					5 507
OATi 3,4 % Juillet 2029												
Valeur nominale					599							599
Prix d'émission					111,35							
Émission brute					667							667
OAT€ 3,15 % Juillet 2032												
Valeur nominale	587											1 136
Prix d'émission	109											
Émission brute	640											1 228
OAT 5,75 % Octobre 2032												
Valeur nominale	1 492			1 713								3 205
Prix d'émission	113,58			112,70								
Émission brute	1 695			1 931								3 626
TOTAL												
Valeur nominale	7 241	6 703	6 159	5 642	6 817	7 051	7 658	25	10 578			57 875
Emissions brutes	7 693	6 986	6 186	5 646	7 070	7 159	7 691	25	10 439			58 895
Amortissements	0	0	0	15 313	0	0	400	275	0			15 988
Emissions nettes	7 693	6 986	6 186	- 9 667	7 070	7 159	7 291	- 250	10 439			42 908
TOTAL CUMULÉ 2003												
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745	32 562	39 613	47 272	47 297	57 875			
Emissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457	58 895			
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988	15 988			
Emissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469	42 908			
TOTAL CUMULÉ 2002												
Valeur nominale	6 337	11 504	20 508	20 595	26 065	36 438	36 438	36 461	42 969	49 708	52 946	52 979
Emissions brutes	6 321	11 738	20 564	20 651	26 039	32 196	36 390	36 414	43 047	49 843	53 104	53 138
Amortissements	0	225	1 070	3 573	5 729	5 729	5 759	5 759	5 759	18 525	18 525	
Emissions nettes	6 321	11 513	19 494	17 078	20 310	26 467	30 631	30 655	37 288	44 084	34 579	34 613

NB : Objectif exprimé en prix d'émission hors coupon courru, net des opérations de restructuration de la dette par échange ou rachat de titres

Depuis juillet 1997, toutes les adjudications d'OAT ont lieu le premier jeudi du mois. Possibilité de créer de nouvelles lignes ou de remettre sur des lignes précédemment émises. Le prix d'émission correspond au prix moyen pondéré.

(a) Cette ligne d'OAT a, au mois de septembre, fait l'objet de deux adjudications, le prix d'émission est un prix moyen.

Source : Banque de France

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

*Tableau 28*

**Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en septembre 2003)**

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)				
				Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuel	Date d'amortissement	Date de règlement
<b>Marché parisien</b>								
OAT 4 % Octobre 2013	1	95	6 648,14	96,63	4,00	4,42	25.10.2013	09.09.2003
OATi 2,50 % Juillet 2013	2	95	1 409,83	100,63	2,50	2,43	25.07.2013	09.09.2003
OATei 3,15 % Juillet 2032	3	95	588,03	107,11	3,15	2,79	25.07.2032	09.09.2003
OATi 2,50 % Juillet 2013	4	95	1 733,74	102,71	2,50	2,19	25.07.2013	23.09.2003
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	5	95	0,35	114,59	3,00	1,71	25.07.2009	25.09.2003
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques	6	95	59,15	98,66	4,00	4,17	25.10.2013	25.09.2003
Cadesi 3,40 % Septembre 2003	7	96	775,27	110,75	3,40		25.07.2011	11.09.2003
Cadesi 3,80 % Septembre 2003	8	96	590,34	113,53	3,80		25.07.2006	17.09.2003
Unedic 3,50 % Septembre 2003	9	98	3 983,24	99,58	3,50		18.09.2008	18.09.2003
Western Telecom 5 % Septembre 2003	10	28	0,54	100,00	5,00		30.09.2008	30.09.2003
Western Telecom 5 % Septembre 2003	10	28	0,54	100,00	5,00		30.09.2006	30.09.2003
Western Telecom 4 % Septembre 2003	11	28	1,61	100,00	4,00		30.03.2005	30.09.2003
CRH 4,25 % Octobre 2003	12	65	176,05	97,80	4,25	4,51	25.10.2014	29.09.2003
<b>TOTAL</b>			<b>15 966,83</b>					
(Pour mémoire coupon couru)			260,53					

(a) Cf. page suivante

(b) Montant, hors coupon couru, en prix d'émission

(c) Ou taux minimum pour les emprunts à taux variable ou révisable

Source : Banque de France

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

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

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 Procédure d'adjudication au prix demandé :** le prix d'émission ainsi que le taux actuariel retenus sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 2 OATi 2,50 % juillet 2013 indexée sur l'inflation (OATi).** L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 2,50 % calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (CI 1,0172 au 29 août 2003). **Remboursement** le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal de l'OATi (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 3 OAT€i 3,15 % juillet 2032 indexée sur l'inflation.** L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3,15 %, calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,01342 au 29 août 2003). **Remboursement** le 25 juillet 2032 à un prix correspondant au montant nominal de l'obligation (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 4 OATi 2,50 % juillet 2013 indexée sur l'inflation (OATi).** L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 2,50 % calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (CI 1,01679 au 12 septembre 2003). **Remboursement** le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal de l'OATi (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 5 OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2004, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02492 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2004 à « l' OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424), après paiement du coupon.
- 6 OAT 4 % octobre 2013 destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 octobre 2003, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,00329 euro par obligation. **Assimilation** le 25 octobre 2003 à « l' OAT 4 % Octobre 2013 » (ISIN FR0010011130), après paiement du coupon.
- 7 Intérêt** : 3,40 % multiplié par le coefficient d'indexation au 25 juillet 2003. **Remboursement** le 25 juillet 2011 à un prix correspondant au nominal multiplié par le coefficient d'indexation sur l'inflation. Le prix d'émission ainsi que le coupon couru sont multipliés par le coefficient d'indexation 1,02008 au 11 septembre 2003. **Assimilation** immédiate à l'emprunt « Cadesi 3,40 % juin 2002 » (ISIN FR0000489734).
- 8 Intérêt** : 3,80 % multiplié par le coefficient d'indexation. **Remboursement** le 25 juillet 2006 à un prix correspondant au nominal multiplié par le coefficient d'indexation sur l'inflation. Le prix d'émission ainsi que le coupon couru sont multipliés par le coefficient d'indexation 1,06706 au 17 septembre 2003. **Assimilation** immédiate à l'emprunt « Cadesi 3,80 % février 2000 » (ISIN FR0000498248).
- 9 Garantie** de la République française.
- 10 Émissions d'obligations convertibles** : le droit à conversion pourra être exercé à tout moment à raison d'une action pour une obligation présentée. Ces obligations ne sont pas admises sur un marché réglementé.
- 11 Émissions d'obligations convertibles** : le droit à conversion pourra être exercé à tout moment à raison d'une action pour une obligation présentée. **Intérêt** : 4 % , payable en totalité à l'échéance de l'emprunt le 30 mars 2005. Ces obligations ne sont pas admises sur un marché réglementé.
- 12 Obligations foncières.** Exceptionnellement, le premier coupon, payable le 25 octobre 2003, s'élèvera à 0,303 % du nominal pour 26 jours d'intérêt.

*Tableau 29*

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

Tous marchés

	(flux en date de règlement, en milliards d'euros)											
	2002						2003					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Août	8 mois	Année	Août	8 mois	Année	Juillet	Août	8 mois	Juillet	Août	8 mois
<b>Émissions en euros</b>	<b>3,1</b>	<b>137,1</b>	<b>201,0</b>	<b>- 2,4</b>	<b>34,4</b>	<b>58,9</b>	<b>25,3</b>	<b>2,6</b>	<b>192,2</b>	<b>- 4,8</b>	<b>- 0,4</b>	<b>83,4</b>
Administrations publiques	0,4	66,6	98,0	- 1,1	10,7	24,0	12,8	0,0	89,4	- 9,6	- 0,6	40,3
<i>dont État</i>	<i>0,0</i>	<i>65,2</i>	<i>96,0</i>	<i>- 1,3</i>	<i>12,7</i>	<i>27,4</i>	<i>12,7</i>	<i>0,0</i>	<i>88,6</i>	<i>- 9,5</i>	<i>- 0,6</i>	<i>40,0</i>
Institutions financières monétaires	2,2	45,7	68,8	- 0,6	11,7	17,8	8,1	1,8	52,7	4,5	0,4	14,4
Institutions financières non monétaires	0,0	3,3	3,9	0,0	1,1	1,5	0,0	0,0	2,0	- 0,2	0,0	1,0
Sociétés non financières	0,4	21,5	30,2	- 0,7	11,0	15,6	4,4	0,8	48,1	0,5	- 0,2	27,7
<b>Émissions en devises</b>	<b>2,2</b>	<b>23,9</b>	<b>33,5</b>	<b>- 1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>20,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>6,5</b>
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	- 0,2	- 1,3	- 1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,5
Institutions financières monétaires	2,2	20,4	26,8	- 0,6	6,6	6,3	1,7	2,2	16,5	0,7	1,3	6,2
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	0,1	3,5	6,6	- 0,4	- 1,0	1,0	1,0	0,0	4,3	0,2	- 0,2	0,8

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

Source : Banque de France

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

Tableau 30

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

Tous marchés

	2000 Décembre	2001 Décembre	2002 Décembre	(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)		
				Juin	2003 Juillet	Août
<b>Titres en euros</b>	<b>1 079,5</b>	<b>1 156,8</b>	<b>1 214,4</b>	<b>1 301,7</b>	<b>1 296,9</b>	<b>1 296,5</b>
Administrations publiques	600,9	631,5	655,7	704,7	695,0	694,4
<i>dont État</i>	573,0	600,4	627,9	676,6	667,0	666,4
Institutions financières monétaires	294,9	300,9	316,4	326,0	330,6	331,0
Institutions financières non monétaires	27,6	29,6	31,1	32,2	32,1	32,1
Sociétés non financières	156,1	194,9	211,2	238,8	239,2	239,1
<b>Titres en devises</b>	<b>96,4</b>	<b>123,8</b>	<b>114,8</b>	<b>110,7</b>	<b>112,1</b>	<b>116,8</b>
Administrations publiques	6,7	4,8	2,7	2,1	2,1	2,1
Institutions financières monétaires	64,2	74,6	71,0	69,7	70,9	74,7
Institutions financières non monétaires	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sociétés non financières	24,6	43,9	40,5	38,4	38,6	39,4

Source : Banque de France

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

**Tableau 31**

**Titres de créances négociables hors bons du Trésor**

Répartition des encours par catégories de souscripteurs initiaux

										(en milliards d'euros)
	Souscripteurs financiers (a)			Souscripteurs non financiers			Souscripteurs non résidents			Total
	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	
<b>2001</b>										
Septembre	102,2	79,2	49,3	38,8	5,6	4,2	25,5	3,9	2,8	311,5
Octobre	109,5	78,0	49,4	40,6	6,2	4,2	26,4	4,8	2,9	322,0
Novembre	107,8	77,2	51,4	42,3	7,7	4,2	22,4	5,9	2,9	321,8
Décembre	103,2	73,0	50,9	37,6	6,5	4,1	25,4	5,5	3,0	309,2
<b>2002</b>										
Janvier	109,9	76,5	50,9	43,9	6,9	3,8	25,4	5,1	3,0	325,4
Février	110,6	78,3	49,7	42,5	7,0	3,8	23,2	4,2	3,0	322,3
Mars	109,8	78,1	49,6	44,4	7,6	3,8	25,0	3,8	2,9	325,0
Avril	113,6	76,2	49,8	41,8	6,4	3,8	24,8	3,4	2,8	322,6
Mai	115,5	73,8	49,0	45,2	6,0	4,8	25,4	3,1	2,7	325,5
Juin	120,3	66,9	49,0	42,3	4,1	5,7	23,0	2,9	1,3	315,5
Juillet	125,0	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	320,0
Août	126,5	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,9
Septembre	127,9	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,9
Octobre	129,3	67,5	48,3	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	322,2
Novembre	137,7	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,5
Décembre	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
<b>2003</b>										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	156,2	69,4	46,2	45,8	1,9	5,2	13,5	1,6	0,9	340,7
Mai	157,0	69,6	46,3	41,6	2,3	5,1	15,3	1,8	1,0	340,0
Juin	153,5	67,3	45,9	39,2	1,8	5,1	14,1	1,6	0,9	329,4
Juillet	158,7	69,1	46,4	36,9	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	333,3
Août	162,6	69,4	46,3	35,2	1,5	5,2	13,3	1,4	1,0	335,9
Septembre	157,0	67,5	46,3	33,2	1,7	5,2	12,4	1,5	1,0	325,8

NB : Encours euros (euros, monnaies de la zone euro) et devises (devises des pays appartenant à l'Union européenne hors zone euro et des pays tiers) cumulés, calculés au dernier jour du mois

Contre-valeur des devises calculée à la même date

Encours calculés à partir des bases de données TCN de la direction des Opérations de marché

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

Source : Banque de France

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

Tableau 32

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

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

(r) Chiffres révisés – Source : Position extérieure

(p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SEVAM) et Position extérieure (DBDP – SEMEX) — Dans la base 1995 de la comptabilité nationale, les données de la position extérieure sont reprises dans les comptes nationaux – compte financier du reste du monde (DESM – SESOF). Les différences entre les résultats de l'enquête-titres et ceux de la position extérieure tiennent à la vocation spécifique des deux recensements statistiques, en particulier :

- l'enquête du SEVAM repose sur les informations des principales conservations résidentes et a pour objectif de mesurer l'activité de la place de Paris pour les valeurs françaises aussi bien qu'étrangères, alors que la position extérieure vise à recenser les encours de titres français détenus par les non-résidents quel que soit leur lieu de conservation et tend donc, de ce point de vue, à l'exhaustivité ;
- l'enquête du SEVAM comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire (conforme au sens juridique de la détention), tandis que, dans la position extérieure, elles demeurent à l'actif du cédant (conformément au 5<sup>e</sup> Manuel du FMI et au SEC 95).

(b) Actions cotées détenues en portefeuille et au titre des investissements directs

(c) L'enquête-titres du SEVAM ne collecte pas d'informations sur la détention de bons du Trésor.

(d) La part des non-résidents est calculée comme suit :

- l'enquête-titres du SEVAM rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;
- la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source DESM).

Source : Banque de France

Réalisé le 25 juin 2003  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 31 33

**Tableau 33**  
**Émissions de bons du Trésor**

(en millions d'euros)						
Émissions par voie d'adjudication						
		Compétitives			Non compétitives	
		BTF	BTAN	BTF	BTAN	BTAN
		2 ans	5 ans	2 ans	5 ans	5 ans
<b>2000</b>	Août	8 535	3 099	292		
	Septembre	6 804	2 002	260	4	456
	Octobre	7 031	3 624	207		241
	Novembre	6 099	1 425	194		83
	Décembre	6 589	1 241	908	356	86
<b>2001</b>	Janvier	10 202	1 507	1 768	507	18
	Février	9 819	1 395	1 888	243	455
	Mars	10 093	1 311	1 830	409	468
	Avril	13 019		3 727	174	35
	Mai	6 320	1 533	1 908	459	10
	Juin	6 406	1 123	2 145	259	22
	Juillet	9 534	936	2 209	227	7
	Août	13 830	690	1 793	659	368
	Septembre	7 920	3 895		487	81
	Octobre	10 348	2 278	1 117	661	149
	Novembre	11 733		3 641	734	
	Décembre	7 505	702	1 049	221	577
<b>2002</b>	Janvier	13 058	2 120	3 150	316	
	Février	12 443	2 084	1 910	148	20
	Mars	11 549	1 995	3 005	431	582
	Avril	16 354			507	
	Mai	12 041		5 401	707	45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262	54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696	589
	Août	13 304			167	
	Septembre	16 699	5 001		684	686
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444	
	Novembre	15 009	1 520	2 392	645	550
	Décembre	25 708			1 104	
<b>2003</b>	Janvier	15 992		5 315	839	745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126	845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415
	Mai	18 143	1 345	3 447	900	107
	Juin	24 443		5 175	1 895	726
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234	785
	Août	17 542			216	

Source : Banque de France

Réalisé le 30 septembre 2003  
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

**Tableau 34**  
**Titres d'OPCVM**  
 Encours

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Juillet 2002	Décembre 2002	Juin 2003	Juillet 2003
<b>Sicav</b>	<b>316,4</b>	<b>328,0</b>	<b>311,6</b>	<b>291,5</b>	<b>275,1</b>	<b>287,1</b>	<b>290,4</b>
Monétaires	125,3	121,4	131,2	144,3	139,8	152,0	152,0
Obligations	63,8	57,3	54,3	48,4	47,7	45,6	45,2
Actions	88,6	105,0	87,0	66,1	59,8	62,0	65,0
Diversifiées	38,2	43,5	38,7	32,3	27,4	27,1	27,8
Garantis	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>FCP</b>	<b>331,4</b>	<b>414,7</b>	<b>449,1</b>	<b>478,4</b>	<b>477,4</b>	<b>531,1</b>	<b>543,7</b>
Monétaires	51,5	81,3	102,5	127,7	124,6	139,8	142,4
Obligations	57,6	69,6	80,7	88,0	95,1	110,4	110,3
Actions	66,1	76,6	76,9	68,4	62,2	71,0	75,1
Diversifiés	123,2	154,1	151,8	151,7	149,2	156,9	161,0
Garantis	33,0	33,1	37,2	42,6	46,3	53,0	54,9
<b>OPCVM</b>	<b>647,8</b>	<b>742,7</b>	<b>760,7</b>	<b>769,9</b>	<b>752,5</b>	<b>818,2</b>	<b>834,1</b>
Monétaires	176,8	202,7	233,7	272,0	264,4	291,8	294,4
Obligations	121,4	126,9	135,0	136,4	142,8	156,0	155,5
Actions	154,7	181,6	163,9	134,5	122,0	133,0	140,1
Diversifiés	161,4	197,6	190,5	184,0	176,6	184,0	188,8
Garantis	33,5	33,9	37,6	43,0	46,7	53,4	55,3

NB : À l'inverse de la méthode retenue par la Banque de France pour agréger le bilan des IFM, ces statistiques excluent les OPCVM nourriciers.  
 Par OPCVM nourricier, on entend ceux dont l'actif est investi en totalité et en permanence en titres d'un seul OPCVM dit « maître ».

Source : Commission des opérations de bourse

Réalisé le 2 octobre 2003  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

### Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002	Décembre 2002	Juillet 2003	Août 2003
OPCVM monétaires	2,6	3,9	4,3	3,3	3,2	2,8	2,7
OPCVM obligataires	- 1,4	4,9	4,9	4,6	7,2	8,0	6,3
OPCVM actions	47,9	- 3,4	- 19,2	- 24,7	- 31,7	- 5,6	- 0,8
OPCVM diversifiés	25,9	- 0,3	- 6,6	- 10,8	- 14,1	1,0	2,5
OPCVM garantis	8,3	4,3	nd	nd	nd	nd	nd

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV  
 nd : non disponible

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 2 octobre 2003  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

*Tableau 35*

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros**

Ensemble des systèmes

**Capitaux échangés**

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet
<b>Target</b>	<b>925</b>	<b>1 033</b>	<b>1 299</b>	<b>1 552</b>	<b>1 684</b>	<b>1 777</b>	<b>1 711</b>	<b>87</b>
Transfrontière	360	432	506	485	526	574	552	28
Domestique	565	601	793	1 066	1 158	1 203	1 159	59
<b>Systèmes nets</b>	<b>418</b>	<b>445</b>	<b>456</b>	<b>269</b>	<b>253</b>	<b>265</b>	<b>245</b>	<b>13</b>
PNS	93	86	88	78	74	76	68	3
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0
POPS	nd	nd	nd	2	2	2	1	0
Euro 1 (ABE)	171	195	205	188	176	185	174	9
<b>Total</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>1 937</b>	<b>2 042</b>	<b>1 956</b>	<b>100</b>

**Nombre d'opérations**

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet
<b>Target</b>	<b>163 157</b>	<b>188 157</b>	<b>211 282</b>	<b>253 016</b>	<b>264 940</b>	<b>264 349</b>	<b>263 136</b>	<b>58</b>
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	53 858	60 777	60 219	59 670	13
Domestique	134 380	148 279	166 009	199 158	204 163	204 131	203 467	44
<b>Systèmes nets</b>	<b>139 159</b>	<b>173 704</b>	<b>200 604</b>	<b>174 147</b>	<b>195 223</b>	<b>195 525</b>	<b>194 392</b>	<b>42</b>
PNS	20 066	21 759	31 512	29 686	28 232	29 790	29 015	6
EAF	46 706	51 041	50 991	—	—	—	—	—
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 965	7 408	7 089	7 077	2
POPS	nd	nd	nd	2 592	2 372	4 540	2 365	0,5
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	134 905	157 210	154 105	155 935	34
<b>Total</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>460 163</b>	<b>459 874</b>	<b>457 529</b>	<b>100</b>

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

nd : non disponible

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 12 septembre 2003  
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

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

**Capitaux échangés**

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet	Part
<b>Target</b>	<b>256</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>356</b>	<b>372</b>	<b>399</b>	<b>389</b>	<b>85</b>	
Transfrontière (en émission)	55	60	75	69	74	82	78	17	
(Transfrontière en réception)	(58)	(62)	(75)	(69)	(74)	(82)	(78)	(17)	
Domestique (TBF)	200	207	270	287	297	317	311	68	
<b>PNS</b>	<b>93</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>68</b>	<b>15</b>	
<b>Total</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>446</b>	<b>475</b>	<b>457</b>	<b>100</b>	

**Nombre d'opérations**

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet	Part
<b>Target</b>	<b>8 146</b>	<b>11 903</b>	<b>14 966</b>	<b>14 958</b>	<b>14 820</b>	<b>16 009</b>	<b>15 207</b>	<b>34</b>	
Transfrontière (en émission)	3 395	4 515	5 309	6 471	6 723	7 168	6 962	16	
(Transfrontière en réception)	(3 636)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 200)	(7 187)	(7 205)	(16)	
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 097	8 840	8 245	19	
<b>PNS</b>	<b>20 066</b>	<b>21 629</b>	<b>31 512</b>	<b>29 686</b>	<b>28 232</b>	<b>29 790</b>	<b>29 015</b>	<b>66</b>	
<b>Total</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>43 052</b>	<b>45 799</b>	<b>44 223</b>	<b>100</b>	

**Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière**

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet	Part
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	9,9	13,2	10,0	39,7	
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	8,4	7,9	7,6	7,5	29,9	
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	2,2	4,8	3,9	4,3	17,0	
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,5	4,1	4,4	3,4	13,3	
<b>Total</b>	<b>31,9</b>	<b>31,9</b>	<b>27,3</b>	<b>24,8</b>	<b>26,7</b>	<b>29,1</b>	<b>25,1</b>	<b>100,0</b>	

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

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

TBF : Transferts Banque de France

PGI : Prêt garanti intrajournalier

TRICP : Traitement informatisé des créances privées

CCBM : Modèle de banque centrale correspondante

Source : Banque de France

Réalisé le 12 septembre 2003  
 DSP – Tél. 01 42 92 44 88

*Tableau 35 (fin)*

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)**

Comparaisons internationales

**Capitaux échangés**

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

	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet	Part
<b>France</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>446</b>	<b>475</b>	<b>457</b>	<b>23,4</b>	
Target transfrontière	55	60	75	69	74	82	78	4,0	
Target domestique (TBF)	200	207	270	287	297	317	311	15,9	
PNS	93	86	88	78	74	76	68	3,5	
<b>Allemagne</b>	<b>261</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	<b>489</b>	<b>512</b>	<b>533</b>	<b>504</b>	<b>25,8</b>	
Target transfrontière	95	111	131	129	138	152	142	7,3	
Target domestique (ELS puis RTGS+)	16	94	164	360	374	381	362	18,5	
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—	
<b>Espagne</b>	<b>122</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>250</b>	<b>310</b>	<b>315</b>	<b>310</b>	<b>15,8</b>	
Target transfrontière	14	16	20	18	18	21	21	1,1	
Target domestique (SLBE)	105	118	188	231	291	293	288	14,7	
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0,1	
<b>Italie</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>99</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>92</b>	<b>4,7</b>	
Target transfrontière	27	37	39	34	35	37	33	1,7	
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	64	65	71	59	3,0	
<b>Royaume-Uni</b>	<b>77</b>	<b>95</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>6,4</b>	
Target transfrontière	59	75	91	85	88	99	96	4,9	
Target domestique (Chaps Euro) (a)	18	20	27	26	28	37	29	1,5	
Autres	438	416	432	437	452	476	468	23,9	
<b>TOTAL</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>1 937</b>	<b>2 042</b>	<b>1 956</b>	<b>100,0</b>	

**Nombre d'opérations**

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

	1999	2000	2001	2002	2003	Mai	Juin	Juillet	Part
<b>France</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>43 052</b>	<b>45 799</b>	<b>44 223</b>	<b>9,7</b>	
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	6 471	6 723	7 168	6 962	1,5	
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 097	8 840	8 245	1,8	
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	28 232	29 790	29 015	6,3	
<b>Allemagne</b>	<b>118 931</b>	<b>135 329</b>	<b>158 866</b>	<b>125 070</b>	<b>129 853</b>	<b>129 109</b>	<b>129 239</b>	<b>28,2</b>	
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	16 852	18 412	18 189	18 107	4,0	
Target domestique (ELS puis RTGS+)	61 923	69 962	93 160	108 218	111 440	110 920	111 132	24,3	
EAF	46 706	50 933	50 991	—	—	—	—	—	
<b>Espagne</b>	<b>13 043</b>	<b>13 243</b>	<b>15 780</b>	<b>19 065</b>	<b>20 551</b>	<b>20 682</b>	<b>20 526</b>	<b>4,5</b>	
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 731	2 416	2 333	2 250	0,5	
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	10 369	10 727	11 260	11 200	2,4	
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 965	7 408	7 089	7 077	1,5	
<b>Italie</b>	<b>39 392</b>	<b>40 787</b>	<b>40 208</b>	<b>37 696</b>	<b>38 742</b>	<b>37 291</b>	<b>37 041</b>	<b>8,1</b>	
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	6 173	6 989	6 570	6 536	1,4	
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	31 523	31 753	30 721	30 505	6,7	
<b>Royaume-Uni</b>	<b>5 814</b>	<b>7 851</b>	<b>10 156</b>	<b>14 370</b>	<b>17 058</b>	<b>17 184</b>	<b>16 820</b>	<b>3,7</b>	
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 555	11 548	11 410	11 261	2,5	
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 513	2 949	3 653	4 815	5 510	5 774	5 559	1,2	
Autres	96 923	131 120	140 399	186 317	210 906	209 808	209 681	45,8	
<b>TOTAL</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>460 163</b>	<b>459 874</b>	<b>457 529</b>	<b>100,0</b>	

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

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

RTGS : Real-Time Gross Settlement

TBF : Transferts Banque de France

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 12 septembre 2003

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

## Unités de la Banque de France ayant contribué au présent *Bulletin*

Pour toute information complémentaire sur le contenu de la publication, composer l'indicatif : 01 42 92 suivi des 4 chiffres du n° de poste mentionné.

### **Composantes**

#### **Actualité**

##### **1. La situation économique de la France**

- 1.1. L'économie réelle
- 1.2. L'évolution des prix
- 1.3. La compétitivité
- 1.4. Le commerce extérieur
- 1.5. La balance des paiements

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

- 2.1. La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro
- 2.2. Le financement de l'économie française
- 2.3. Les placements intermédiaires

##### **3. Les marchés de capitaux**

- 3.1. Les marchés de change et des matières premières
- 3.2. Les marchés de taux d'intérêt
- 3.3. Les marchés boursiers

### **Études**

#### **Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2003**

#### **Impact de l'élargissement sur la convergence dans l'Union Européenne**

#### **Le modèle de prévision MASCOTTE pour l'économie française : principales propriétés et résultats de variantes**

#### **Le coût du crédit aux entreprises**

<b>Unités concernées</b>	<b>Postes</b>
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. des Études de marché et des Relations avec la place – SEMASFI	47 63
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. Études et des Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. Études et des Statistiques monétaires – SEVAM	28 82
Dir. Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 38
Dir. Relations internationales et européennes – SRE	62 91
Dir. Études économiques et de la Recherche – SEMEP	28 80
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27

