

N° 119

---

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

---

NOVEMBRE 2003

---





# Sommaire

## Page

### Éditorial

### Actualité

1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	13
3. Les marchés de capitaux	23

### Études

Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants	29
Enquête financière – Troisième trimestre 2003	49
Résumés d'études	55
Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2002	
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2003	

Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	57
---	----

### Statistiques

59

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

*Achevé de rédiger le 21 novembre 2003*

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



## Éditorial

La Banque de France publie le 27 novembre le troisième numéro de sa *Revue de la stabilité financière*<sup>1</sup>. Celle-ci propose une mise en perspective des évolutions intervenues dans la sphère financière, d'un point de vue conjoncturel et structurel, au travers d'une chronique et d'une série d'articles sur des thèmes d'actualité en matière de stabilité financière.

La chronique aborde en détail les évolutions de l'environnement international et des marchés financiers qui ont marqué le semestre écoulé. Elle fait également le point sur la situation des grands groupes bancaires européens, sur les avancées dans le domaine de l'intégration financière européenne, ainsi que sur les principales évolutions dans le secteur des infrastructures de marché et des systèmes post-marché.

Au nombre de six, les articles proposés dans ce numéro de la revue portent sur des sujets d'actualité illustrant le champ très large des questions ayant trait à la stabilité financière.

- Le premier analyse la contribution du futur ratio international de solvabilité à la stabilité financière. Il montre en quoi le nouveau dispositif prudentiel introduit par l'accord de Bâle (dit « Bâle II ») peut améliorer la prévention des défaillances bancaires individuelles et aider les établissements de crédit à mieux piloter leurs risques, grâce à un rapprochement entre le capital réglementaire et le capital économique utilisé par les établissements et à la mise en œuvre de normes de fonds propres mieux proportionnées aux risques.
- L'impact des fluctuations des prix d'actifs sur la croissance économique constitue l'objet du deuxième article. L'estimation des effets de richesse liés aux évolutions des cours boursiers et des prix de l'immobilier met en évidence l'impact plus sensible aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'au sein de la zone euro des variations des prix d'actifs sur la consommation des ménages et la croissance de l'activité. Dans un contexte marqué par une forte hétérogénéité de la situation financière et patrimoniale des ménages selon les pays, cette différence semble principalement tenir à la plus grande appétence des ménages, dans les économies anglo-saxonnes, pour l'endettement et les actifs risqués.
- Le troisième article, consacré aux interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt, analyse empiriquement la concordance entre cycles réels et cycles boursiers avant d'examiner les corrélations entre composantes cycliques et permanentes des indicateurs d'activité réelle et des séries de rentabilité des actifs financiers. Confortant l'analyse précédente, il montre qu'il ne semble pas exister, sauf aux États-Unis, de lien de forte dépendance entre les marchés boursiers et le niveau d'activité à court terme. À plus long terme, toutefois, les évolutions de l'activité et des actifs boursiers paraissent dictées par les mêmes déterminants. Enfin, cet article met en évidence l'absence d'un impact significatif des évolutions de prix d'actifs sur la conduite de la politique monétaire.

---

<sup>1</sup> 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.

- Au sein d’une industrie de la gestion d’actifs en mutation, la gestion alternative a connu ces dernières années un essor remarquable, dont l’évolution et les implications sont analysées dans le quatrième article, rédigé en collaboration avec deux chercheurs extérieurs spécialistes de ce domaine. Après avoir cerné les contours de l’univers d’investissement de la gestion alternative, l’étude met en évidence les difficultés particulières de la mesure des risques et des performances des stratégies relevant de cette logique. Dans une approche plus large, sont enfin abordées les questions de l’incidence de cette activité sur le fonctionnement des marchés financiers et de son encadrement réglementaire.
- La sécurité des systèmes de paiement et de règlement de titres, à laquelle le cinquième article est consacré, compte également parmi les principales préoccupations en matière de stabilité financière. À l’initiative de la Banque de France, la communauté bancaire nationale s’attache, en effet, à parfaire les dispositifs d’autoprotection de deux systèmes nets à règlement différé, le Système interbancaire de télécompensation (SIT), système de paiement de masse pour les opérations de clientèle, et le système de règlement-livraison de titres Relit. S’agissant de Relit, ce nouvel effort de sécurisation visant, conformément aux normes internationales, à accroître le niveau de protection du système contre le risque de règlement devrait être conduit progressivement en 2004.
- Enfin, un sixième article retrace les points saillants du séminaire organisé en mai 2003 par l’Institut bancaire et financier international de la Banque de France sur le thème « Vulnérabilités et surveillance du système financier international ». Au travers de présentations par des spécialistes, d’ateliers et d’une table ronde sur le thème « Transparence et discipline de marché », ce séminaire a suscité des échanges nombreux et fructueux. Les interventions d’Anne Krueger, directrice générale adjointe du Fonds monétaire international, sur la restructuration des dettes souveraines, et de Michel Prada, président de l’Autorité des marchés financiers, sur la transparence et la discipline de marché, sont reprises *in extenso*.

## 1. La situation économique de la France

### 1.1. L'économie réelle

#### *L'activité est apparue mieux orientée au troisième trimestre*

Selon les premiers résultats des comptes trimestriels publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 0,4 % au troisième trimestre 2003 (contre - 0,3 % au deuxième trimestre et + 0,1 % au premier). L'acquis de croissance pour l'année 2003 est nul à la fin du troisième trimestre.

Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat, dans la zone euro le PIB aurait progressé de 0,4 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent (après - 0,1 % au deuxième trimestre). Sur un an, sa progression est de 0,3 %.

#### *Le redressement de l'activité industrielle semble s'être poursuivi au début du quatrième trimestre*

Conformément à ce qui était attendu, la production industrielle s'est accrue en septembre (+ 0,4 %, après - 0,6 % en août). La hausse a néanmoins été plus mesurée que celle de sa seule composante manufacturière (+ 0,9 %, après - 0,5 % en août) en raison d'un repli de 1,9 % de la production en énergie.

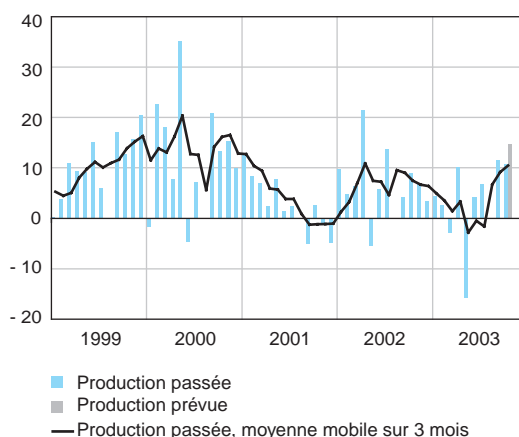
L'activité a été soutenue par la production des biens intermédiaires (+ 2,3 %) et, dans une moindre mesure, par celle des biens d'équipement (+ 0,4 %).

La production industrielle totale est en très légère baisse sur l'ensemble du troisième trimestre (- 0,1 %). La production manufacturière est restée stable. Ces évolutions traduisent une nette accélération par rapport au trimestre précédent au cours duquel ces deux indices avaient alors reculé de, respectivement, 1,6 % et 1,3 %.

En octobre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a continué de progresser au rythme observé le mois précédent. Les secteurs des biens d'équipement et des biens de consommation ont été les plus dynamiques.

#### La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

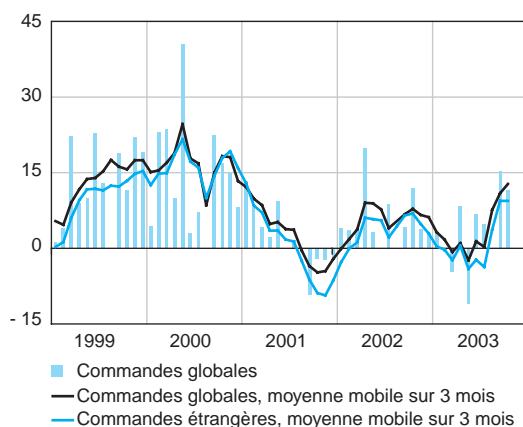


Le courant de commandes nouvelles est resté soutenu, notamment en provenance de l'étranger.

Les carnets de commandes se rapprochent ainsi du niveau jugé normal ; ils apparaissent encore insuffisants dans le secteur automobile et le secteur des biens intermédiaires.

#### Les commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



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

L'accélération de la croissance américaine a été confirmée par la progression de 7,2 % du PIB en termes annualisés au troisième trimestre de 2003, après 3,3 % au deuxième trimestre et 1,4 % au premier. Les commandes de biens durables ont progressé de 0,8 % sur un mois en septembre, après une baisse de 0,1 % en août. Les dépenses de construction ont augmenté, en septembre, de 6,5 % en glissement annuel, après 5,9 % en août. En octobre, les indices d'activité ISM se sont établis à 57,0, après 53,7 en septembre, dans le secteur manufacturier, et à 64,7 (63,3 en septembre) dans celui des services. En septembre, la consommation privée a baissé de 0,6 % et l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan a fléchi à 87,7, après 89,3 en août. Il est remonté, en octobre, à 89,6 dans un contexte d'amélioration du marché du travail avec la création nette de 126 000 emplois, après 125 000 en septembre et 35 000 en août. Le taux de chômage est ainsi revenu à 6 % en octobre, contre 6,1 % en septembre et en août. Parallèlement, les gains de productivité horaire du travail ont atteint 4,7 % en glissement annuel au troisième trimestre 2003, contre 4,1 % au deuxième. La croissance des prix à la consommation a atteint 2,3 % sur un an en septembre, après 2,2 % en août, et le taux de croissance annualisé des crédits à la consommation a accéléré à 9,7 % en septembre, contre 5,5 % en août.

Au Japon, la situation économique s'est également améliorée. En septembre, les dépenses de consommation des ménages ont reculé de 1,8 % en glissement annuel, après une hausse de 1,1 % en août. La reprise des ventes de véhicules constatée en septembre (+ 1,5 % sur un an) s'est confirmée en octobre (+ 3,9 %). La production industrielle a progressé de 3,8 % en septembre, en glissement annuel. Les logements mis en chantier ont augmenté de 1,2 % en glissement annuel. L'indice de confiance des consommateurs s'est redressé à 40 points au troisième trimestre 2003, après 37,2 points au deuxième, et l'indice composite PMI manufacturier a progressé à 55,6 en octobre, après 53,0 en septembre et 52,5 en août. L'indicateur du climat des affaires de l'ESRI a progressé de 7 % au troisième trimestre, après avoir chuté de 21 % au trimestre précédent. La baisse des prix à la consommation (CPI total) s'est légèrement atténuée, - 0,2 % sur un an en septembre, après - 0,3 % le mois précédent. Enfin, la balance commerciale (données brutes, en valeur) a dégagé un excédent de 1 102 milliards de yens (8,5 milliards d'euros) en septembre, après 787,2 milliards de yens (6,1 milliards d'euros) en août 2003.

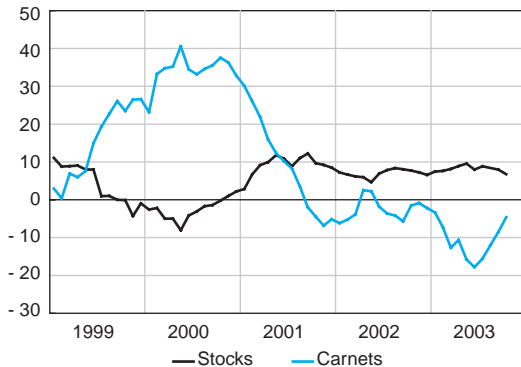
Au Royaume-Uni, le PIB a progressé de 0,6 % au troisième trimestre, selon les premières estimations, après 0,6 % au deuxième et 0,2 % au premier. L'indice PMI manufacturier a atteint 54,2, son niveau le plus élevé depuis décembre 1999. Le taux de chômage, au sens du BIT, sur la période juillet-août est demeuré stable à 5 %. L'inflation (RPIX) s'est élevée à 2,8 % en septembre en glissement annuel, après 2,9 % les deux mois précédents, et la hausse des crédits a atteint 13,4 % sur un an (13,7 % en août). C'est dans ce contexte que les autorités monétaires ont relevé le taux des prises en pension de 0,25 point, à 3,75 %.

Dans la zone euro, le redressement des indices PMI s'est poursuivi en octobre à 51,3 dans le secteur manufacturier et à 56,0 dans celui des services, contre respectivement 50,1 et 53,6 en septembre. La baisse sur un an des ventes au détail s'est poursuivie, à - 0,9 % en août, après - 0,2 % en juillet, et le taux de chômage est resté stable à 8,8%. L'inflation a décéléré à 2 % sur un an en octobre. La croissance de la masse monétaire M3 a décéléré à 7,4 %, après 8,2 % en août et 8,6 % en juillet. Enfin, l'excédent des transactions courantes cumulé depuis le début de l'année s'est établi à EUR 2,5 milliards en août 2003, contre EUR 35,6 milliards en août 2002.



**Stocks et carnets de commandes dans l'industrie**

(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis ont un peu diminué, mais demeurent légèrement supérieurs au niveau désiré.

*L'activité s'est améliorée dans le secteur du bâtiment et des travaux publics ainsi que dans les services au troisième trimestre*

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au troisième trimestre a augmenté de 4,9 % en glissement annuel (données brutes). Le nombre de logements autorisés est en hausse encore plus soutenue sur cette période (+ 9,9 %), grâce, notamment, à la bonne orientation des logements collectifs (+ 10,7 %, en glissement annuel). L'évolution des locaux non résidentiels mis en chantier reste négative (- 3,5 % par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente), notamment pour les bâtiments industriels (- 11,0 %).

Selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE, l'activité a globalement accéléré dans les services au troisième trimestre, grâce, essentiellement, à une nette amélioration des services aux particuliers. Pour le quatrième trimestre, les anticipations des chefs d'entreprise indiquent une quasi-stabilisation de l'activité.

Ainsi, en octobre, selon l'enquête de la Banque de France, l'activité des services marchands, appréciée en données brutes, est restée stable par rapport au mois précédent. Elle ne devrait guère varier à court terme.

*Net redressement de la consommation des ménages en septembre*

Conformément à ce qui était attendu, la consommation des ménages en produits manufacturés a fortement augmenté en septembre (+ 3,4 %), après un repli de 2,9 % en août (chiffre révisé de - 0,2 point).

En variation trimestrielle, les achats des ménages en produits manufacturés ont progressé de 0,7 % (alors que leur acquis de croissance était négatif à fin août : - 0,4 %), ce qui traduit une accélération sensible par rapport au trimestre précédent (- 0,3 % au deuxième trimestre).

Sur le seul mois de septembre, toutes les composantes des achats des ménages en produits manufacturés ont été bien orientées, en particulier les achats de textile-cuir et d'automobiles (en hausse de 4,4 %).

Sur l'ensemble du troisième trimestre, ce sont les dépenses de consommation en biens durables, particulièrement en biens d'équipement du logement, qui expliquent le rebond de la consommation (respectivement + 3,5 % et + 5,2 %).

Toutefois, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale s'est repliée en octobre. Elle se situe cependant toujours en progression à un an d'intervalle.

Après correction des jours ouvrables et des variations saisonnières, le volume des ventes a diminué de 3,5 % (après une hausse de 4,2 % en septembre). Par rapport à octobre 2002, période qui comportait le même nombre de samedis et de jours ouvrables, les transactions ont augmenté de 1,1 % (contre + 3,0 % le mois précédent).

En outre, en octobre, les immatriculations de voitures particulières neuves ont diminué de 2,7 % en données cvs-cjo, après la forte hausse enregistrée le mois précédent (+ 8,5 %). En glissement annuel, elles ont fléchi de 2,8 %.

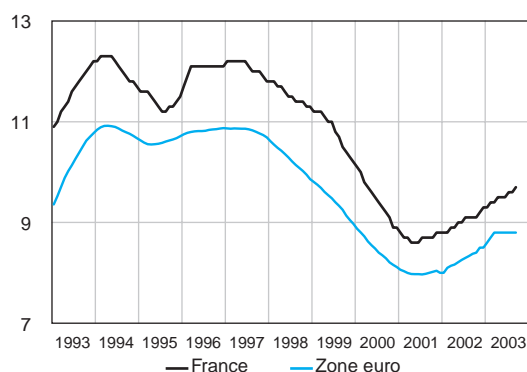
Par ailleurs, selon l'INSEE, l'indicateur résumé de confiance des ménages a légèrement diminué en octobre pour s'établir à - 29, contre - 27 le mois précédent. Ce recul fait suite à une stabilité depuis mai et provient essentiellement de la détérioration de l'opinion des ménages relative à leur situation personnelle passée (- 17, après - 13) et au niveau de vie en France (- 69, après - 65) ; ces évolutions peuvent être reliées, notamment, à la dégradation du sentiment des ménages au sujet de l'évolution passée des prix (+ 9 en octobre, après + 1).

Parallèlement, le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), a atteint 9,7 % de la population active à la fin du mois de septembre (après + 9,6 % en juillet et août). Sur un an, il a progressé de 0,6 point. Le nombre de chômeurs au sens du BIT a augmenté de 1,4 % sur le mois (soit + 37 000 personnes), après - 0,5 % en août. Sur un an, il est en hausse de 6,6 % (+ 163 000 personnes), contre + 6,1 % en septembre 2002. Le nombre de journées de chômage partiel a, par ailleurs, augmenté de 9,0 % en septembre (- 8,1 % sur un an).

Le taux de chômage de la zone euro est resté inchangé en septembre par rapport au mois d'août, à 8,8 % de la population active.

#### Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : DARES et Eurostat

Au troisième trimestre 2003, les effectifs salariés sont demeurés stables (+ 200 personnes), après une hausse de 0,1 % le trimestre précédent (+ 10 400 personnes).

Sur un an, l'emploi salarié est également resté stable (- 2 600 personnes).

Dans l'industrie, les effectifs ont de nouveau diminué, de 0,8 % au troisième trimestre (après - 0,6 % au trimestre précédent) et de 2,5 % sur un an ; dans le secteur tertiaire, les effectifs salariés ont progressé de 0,3 % au troisième trimestre (comme au deuxième) et de 0,9 % sur un an ; dans la construction, l'emploi a diminué de 0,1 %, après une hausse de 0,7 % au deuxième trimestre, mais il progresse de 0,8 % sur un an.

Par ailleurs, la hausse des salaires mensuels et surtout horaires s'est intensifiée au troisième trimestre, du fait de l'importante revalorisation des *minima* salariaux au 1<sup>er</sup> juillet 2003 (qui a notamment atteint 5,3 % pour le SMIC horaire, contre + 2,4 % au 1<sup>er</sup> juillet 2002).

Le salaire mensuel a ainsi progressé de 0,7 % d'un trimestre à l'autre, et de 2,5 % en glissement annuel.

En raison d'une augmentation des prix (hors tabac) de 0,6 % au troisième trimestre, le gain de pouvoir d'achat du salaire mensuel de base a été relativement limité sur le trimestre (0,1 point) et se stabilise sur un an à + 0,6 point.

Le salaire horaire de base ouvrier s'est accru de 1,0 % sur le trimestre et de 2,9 % sur un an. En effet, le salaire horaire de base ouvrier a été plus fortement impacté que le salaire mensuel de base par la revalorisation du SMIC qui, en l'absence d'effet de diffusion immédiate à l'échelle des salaires, touche surtout les catégories les moins qualifiées.

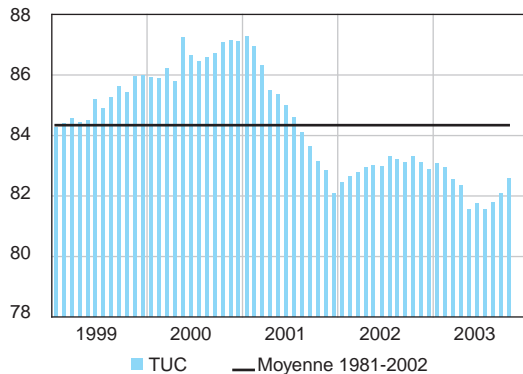
#### *L'investissement des entreprises pourrait connaître une légère amélioration*

Selon les établissements de crédit interrogés dans le cadre de l'enquête financière de la Banque de France portant sur le troisième trimestre 2003, les demandes de crédit moyen et long termes des entreprises pourraient s'accroître au quatrième trimestre, si se confirme le redressement du courant d'investissement, que les perspectives d'activité laissent présager.

Selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois d'octobre, le taux d'utilisation des capacités de production s'est de nouveau redressé, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de longue période.

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

(en %, cvs)



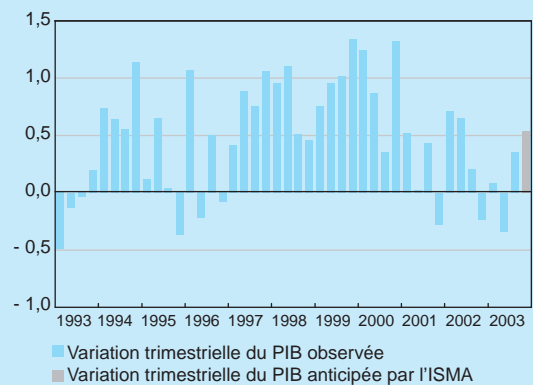
D'après l'enquête investissement de l'INSEE réalisée en octobre 2003, les chefs d'entreprise de l'industrie font état d'une reprise attendue de l'investissement pour l'année 2004.

### 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 0,5 % au quatrième trimestre de 2003 (estimation inchangée). Ce redressement traduit l'amélioration progressive de la visibilité dont disposent les industriels.

Sous ces hypothèses, la croissance en moyenne annuelle pour 2003 atteindrait 0,2 % et l'acquis fin 2003 pour 2004 serait de 0,5 %.

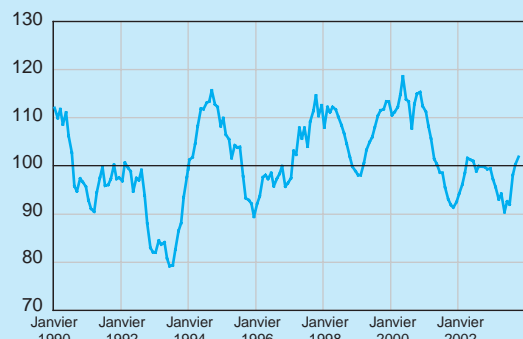
### Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 102 en octobre (contre 100 à la fois en septembre et un an auparavant).

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

(100 = moyenne de longue période)



## 1.2. L'évolution des prix

### ***Hausse des cours du pétrole et des matières premières en octobre***

En octobre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris pétrole, a augmenté de 2,3 % en euros (– 3,8 % sur un an) et de 6,6 % en dollars (+ 14,5 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar (+ 4,2 %), s'établissant à 1,17 dollar.

L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 3,7 % en octobre (– 10,6 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a enregistré une hausse de 8,1 % sur le mois, cotant 29,33 dollars en moyenne (+ 6,5 % sur un an).

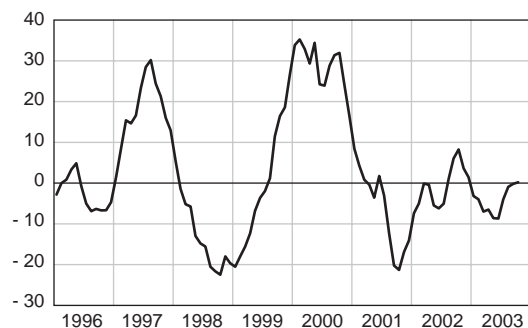
Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en augmentation de 0,6 % par rapport au mois précédent (+ 0,2 % sur un an).

Les indices partiels du coût des produits alimentaires, des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont progressé de, respectivement, 0,5 %, 1,6 % et 0,1 %.

En dollars, l'indice hors pétrole a enregistré une hausse de 4,9 % sur le mois (+ 19,2 % sur un an).

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

(en glissement annuel, en %)



### ***Repli des prix de production dans l'industrie***

En septembre, les prix de production dans l'industrie ont reculé de 0,1 %, après une hausse de 0,2 % en août, mais ils ont progressé de 0,2 % sur un an.

Dans l'industrie manufacturière, les prix de production sont restés stables en septembre, comme en août. Ils sont également stables en glissement annuel.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle sont restés inchangés par rapport à août 2003, à 0,2 %.

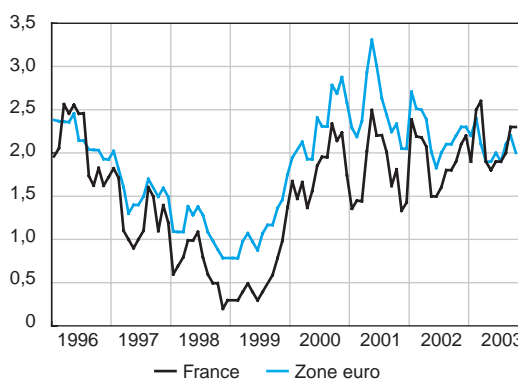
### ***Hausse en octobre de l'indice des prix à la consommation harmonisé***

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

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel a décéléré à 2 % en octobre, après 2,2 % en septembre.

### **Indice harmonisé des prix à la consommation**

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

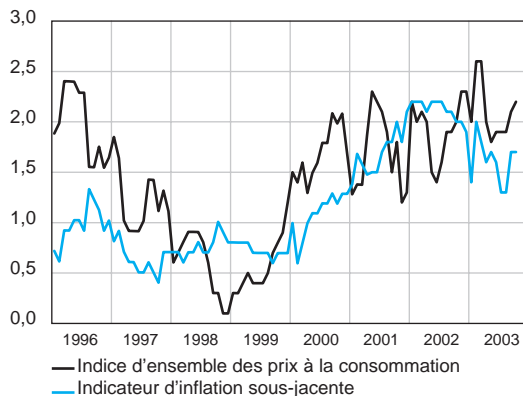
L'indice national des prix de détail (IPCN) a augmenté de 0,3 % en octobre en France (après 0,4 % en septembre 2003 et 0,2 % en octobre 2002), et progressé en glissement annuel de 2,2 %, après 2,1 % le mois précédent et contre 1,9 % en octobre 2002. En données corrigées des variations saisonnières, l'indice national des prix à la consommation s'est accru de 0,4 % en octobre, et de 2,2 % sur un an.

En octobre, la hausse de l'indice d'ensemble provient essentiellement de la forte augmentation du prix du tabac. S'y est ajouté le renchérissement des autres produits manufacturés, des services de santé, de l'alimentation hors produits frais, de certains services et des produits pétroliers. Le recul des prix des produits frais, inhabituel au mois d'octobre, et la baisse saisonnière des prix des transports et communications ont atténué cette hausse.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,2 % en octobre, après 0,4 % en septembre (1,7 % en glissement annuel, contre 2,0 % en octobre 2002).

#### Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

### 1.3. La compétitivité

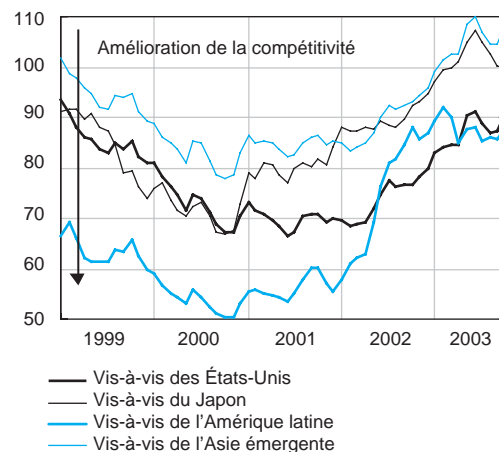
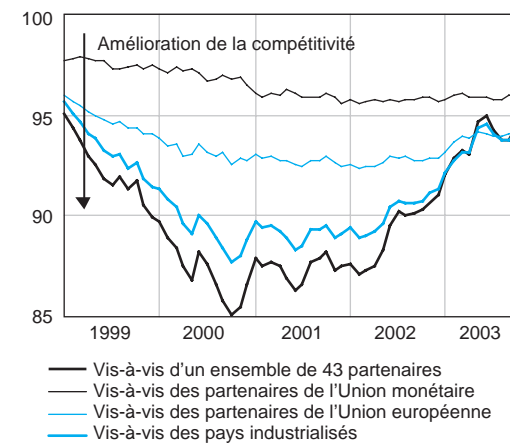
#### Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

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 94,6 en octobre 2003 (contre 93,7 en septembre), par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

#### Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



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

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

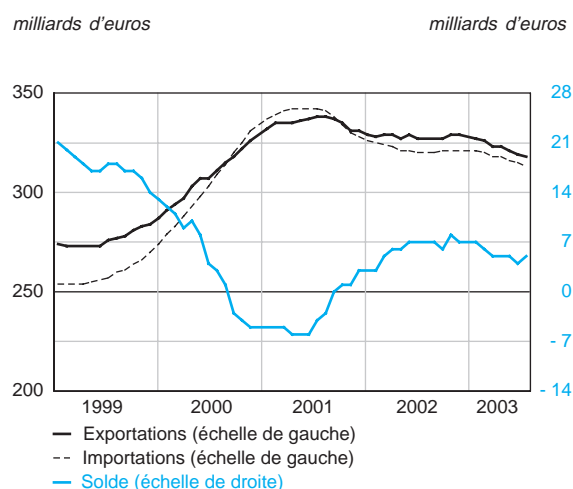
## 1.4. Le commerce extérieur en septembre 2003

Le solde mensuel est excédentaire en septembre, comme lors des deux mois précédents (0,9 milliard d'euros, contre 0,7 milliard en août et 1,1 milliard en juillet, après révision).

Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde cumulé atteint 3 milliards, en retrait de 3,3 milliards par rapport à la période correspondante de 2002.

### Commerce extérieur

Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Les exportations rebondissent par rapport au mois précédent (+ 2,9 %), revenant ainsi à un niveau proche de leur niveau moyen mensuel du premier trimestre. À l'importation, on observe également une légère reprise des livraisons en provenance de l'étranger (+ 2,1 %), mais celle-ci tient notamment à une hausse des achats aéronautiques à l'Allemagne dans le cadre du programme Airbus. Les importations restent inférieures à leur niveau moyen mensuel du premier trimestre et, *a fortiori*, de l'année 2002.

Par produits, on note un repli des *exportations* de biens de consommation (- 3,7 %), une stabilisation à haut niveau des ventes de produits de l'industrie automobile et une reprise des ventes de biens intermédiaires (+ 4,8 %) qui efface presque le recul d'août. S'agissant des biens d'équipement, la croissance des ventes est marquée (+ 8,3 %) et provient non seulement d'un retour à haut niveau des livraisons d'Airbus (0,9 milliard d'euros), mais aussi

d'une reprise des exportations d'équipements électriques et électroniques.

Les *importations* stagnent dans les secteurs des biens de consommation, des biens intermédiaires et de l'industrie automobile. Dans le secteur des biens d'équipement, la reprise, pour importante qu'elle soit (+ 16,1 %), reste limitée aux achats aéronautiques.

Sur le plan géographique, le solde avec l'Union européenne et la zone euro se redresse légèrement par rapport au mois d'août, sous l'effet d'une remontée des exportations, en particulier vers l'Allemagne et l'Italie.

À l'importation, les flux sont en forte hausse avec les États-Unis (+ 17,9 %) et continuent à progresser régulièrement avec la Chine (+ 3,4 %), atteignant avec ce pays un niveau sans précédent.

À titre d'illustration, sur les neuf premiers mois 2003 comparés aux neuf premiers mois 2002, les exportations françaises reculent de 4 % et les importations de 3,1 %, alors que dans le même temps les exportations et les importations allemandes augmentent de, respectivement, 1,6 % et 2,7 %.

## 1.5. La balance des paiements

### 1.5.1. Les résultats en septembre 2003

Le *compte de transactions courantes* a dégagé un excédent de 1,5 milliard d'euros en données cvs au mois de septembre, inférieur de 0,8 milliard à celui du mois précédent. En données brutes, l'excédent s'est établi à 2 milliards d'euros, niveau équivalent à celui de septembre 2002.

Pour le deuxième mois d'affilée, les échanges cvs de *biens* se sont légèrement accrus, progressant de 2 % en recettes et de 1,6 % en dépenses. Le solde est resté pratiquement inchangé par rapport à août, à 0,6 milliard. L'excédent cvs des *services* accuse, pour sa part, un repli de 0,4 milliard. Les recettes ont décliné de 5 %, se situant à leur plus bas niveau de l'année, alors que l'on observe un modeste rebond des dépenses (+ 1,1 %), après plusieurs mois de recul des flux. À l'unisson de la tendance générale, les recettes cvs de *voyages* ont fléchi de 2,7 %, tandis que les dépenses progressaient de 4,2 %.



Alors que les recettes de *revenus* étaient mal orientées depuis plusieurs mois, elles ont progressé de plus de 10 % en données cvs au mois de septembre. À l'inverse, les dépenses ont reculé pour le troisième mois consécutif, l'excédent cvs retrouvant, à 1,9 milliard d'euros, un niveau inégalé de longue date.

Les *transferts courants* nets à destination de l'étranger, toujours exprimés en données brutes, se sont accrus de 0,2 milliard d'euros, à 2 milliards, sous l'effet d'une hausse des versements de la France aux institutions de l'Union européenne.

Au sein du *compte financier*, le solde des *investissements directs*, débiteur de 5,7 milliards d'euros le mois précédent, a retrouvé un niveau plus proche de l'équilibre en septembre (- 0,4 milliard). Les investissements directs français à l'étranger ont baissé de plus de 5 milliards d'euros par rapport à août, suite à un fort recul des opérations de croissance externe et des mises en place de prêts d'entreprises françaises en faveur de leurs filiales étrangères, auquel s'ajoutent des opérations de désinvestissement. Les investissements immobiliers, déjà dynamiques au cours des derniers mois, ont représenté la quasi-totalité des flux nets d'investissements directs étrangers en France en septembre.

En septembre comme en août, les *investissements de portefeuille* se sont soldés par des entrées de capitaux. Mais, alors que le solde positif du mois d'août tenait aux cessions de titres étrangers par les résidents, ces derniers ont acquis pour 8,5 milliards d'euros de titres au mois de septembre. Ils ont notamment effectué des achats d'obligations pour 7,1 milliards d'euros et des achats de titres du marché monétaire à hauteur de 5,4 milliards, mais vendus pour 4 milliards d'actions étrangères. Les non-résidents, qui avaient acheté pour moins de 1 milliard d'euros de titres français en juillet et en août, se sont portés acquéreurs de titres à hauteur de 12,1 milliards en septembre. Dans un contexte d'émissions record, ils ont acheté, en particulier, des valeurs obligataires, tant publiques que privées.

En cumul sur les neuf premiers mois 2003, le *compte de transactions courantes* affiche un excédent de 10,8 milliards d'euros en données brutes, inférieur de près de 10 milliards au solde de la période correspondante de l'année 2002. Toutes les rubriques ont contribué à la baisse du solde courant.

Compte tenu d'un repli plus marqué des exportations que des importations, l'excédent des *biens* a décliné de 63 % par rapport aux neuf premiers mois 2002, pour

se situer à 2,5 milliards d'euros, après 6,8 milliards en 2002.

Hors voyages, le solde des *services* a diminué de 2,3 milliards d'euros, revenant à 1,7 milliard. Les recettes ont fléchi de 5,3 %, tandis que les dépenses se sont stabilisées. À l'exception des services d'assurance, dont le solde croît de 0,5 milliard d'euros en l'absence d'indemnisation de grande ampleur dans le cadre de contrats de réassurance à l'échelle internationale <sup>1</sup>, et des services audiovisuels et annexes, tous les autres postes enregistrent une dégradation de leur solde.

S'agissant des *voyages*, l'excédent cumulé sur neuf mois s'inscrit à 10 milliards d'euros, en baisse de 0,8 milliard par comparaison avec les neuf premiers mois de l'année dernière. Les recettes ont fléchi de plus de 3 % d'une période à l'autre, en raison notamment d'une désaffection des touristes originaires de pays situés hors de la zone euro.

L'excédent des *revenus* a diminué de 0,8 milliard d'euros par rapport aux neuf premiers mois de 2002, s'établissant à 7,9 milliards, dont 6,6 milliards correspondent au solde des *rémunérations des salariés*. Les *revenus d'investissements* affichent ainsi un solde de 1,3 milliard d'euros, certes positif, mais réduit au regard de la position extérieure nette, largement créditrice à la fin de l'année dernière. Parmi les revenus d'investissements, le recul du solde des *revenus d'investissements directs* (1,8 milliard 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 la moindre progression des recettes (+ 2,4 %) par rapport aux dépenses (+ 6,6 %), ainsi que le creusement du déficit (1,4 milliard d'euros). En revanche, le solde des *autres revenus d'investissements* s'est amélioré de 2,3 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 par le Club de Paris d'intérêts sur la dette publique de plusieurs pays d'Afrique. Enfin, suite en particulier à une hausse de la contribution nette de la France au profit des institutions européennes, le solde des *transferts courants* affiche un déficit en hausse de 1,2 milliard d'euros par rapport aux neuf premiers mois 2002.

<sup>1</sup> Rappelons que les indemnités versées dans le cadre de contrats d'assurance classiques ne sont pas enregistrées parmi les échanges de services, mais avec les transferts courants, conformément à la méthodologie recommandée par le FMI.

Sur les neuf premiers mois 2003, le *compte de capital* présente un déficit cumulé de 7,9 milliards d'euros, en très forte hausse par rapport aux neuf premiers mois 2002. On relève, d'une part, des remises de dette des administrations publiques en faveur de pays africains et, d'autre part, un abandon de créance consenti par une entreprise résidente à l'une de ses filiales non résidente située dans la zone euro. *Au total, le cumul des soldes des comptes de transactions courantes et de capital* (qui correspond conceptuellement à la capacité de financement de la Nation), *est passé de 20,2 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2002 à moins de 3 milliards sur les neuf premiers mois de l'année en cours.*

Le solde des *investissements directs* s'est établi à - 19,1 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de l'année, contre - 7,3 milliards lors de la période comparable de 2002. Les investissements directs français à l'étranger se sont presque stabilisés d'une période à l'autre, à 43,2 milliards d'euros, contre

46,7 milliards, tandis que les investissements étrangers en France ont diminué de près de 40 %, à 24,1 milliards, en dépit du dynamisme des investissements immobiliers.

Sur neuf mois, les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties nettes de 6,6 milliards d'euros, en très nette diminution par rapport aux sorties observées sur les neuf premiers mois de 2002 (39,6 milliards). Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de plus de 30 milliards d'euros, à 109,2 milliards, la hausse touchant tous les compartiments du marché, notamment les instruments du marché monétaire. Les achats de titres français par les non-résidents ont crû, pour leur part, de plus de 63 milliards d'euros, à 102,6 milliards. Les non-résidents sont notamment revenus (à hauteur de 10,4 milliards d'euros) sur les actions françaises, qu'ils avaient délaissées en 2002, et ont doublé (à 91,3 milliards) leurs achats d'obligations, publiques comme privées.

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

(données brutes en millions d'euros)

	2001 (a)	2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Sept. 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>25 702</b>	<b>27 456</b>	<b>2 784</b>	<b>36</b>	<b>1 852</b>	<b>1 968</b>	<b>20 185</b>	<b>10 810</b>
<i>Biens</i>	3 947	10 137	671	1 554	- 451	382	6 782	2 505
<i>Services</i>	19 922	18 715	1 829	1 566	1 779	1 170	14 781	11 705
Total « Biens et services »	23 869	28 852	2 500	3 120	1 328	1 552	21 563	14 210
– Recettes	418 081	414 685	34 575	35 433	27 296	34 730	309 910	298 625
– Dépenses	394 212	385 833	32 075	32 313	25 968	33 178	288 347	284 415
Revenus	18 387	13 604	2 327	- 864	2 348	2 423	8 710	7 928
Transferts courants	- 16 554	- 15 000	- 2 043	- 2 220	- 1 824	- 2 007	- 10 088	- 11 328
<b>Compte de capital</b>	<b>- 330</b>	<b>- 172</b>	<b>143</b>	<b>- 43</b>	<b>49</b>	<b>29</b>	<b>- 64</b>	<b>- 7 945</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 33 100</b>	<b>- 30 298</b>	<b>- 9 891</b>	<b>- 6 270</b>	<b>- 5 115</b>	<b>- 669</b>	<b>- 29 880</b>	<b>- 21 717</b>
<i>Investissements directs</i>	- 42 224	- 11 732	473	2 563	- 5 693	- 444	- 7 339	- 19 127
– Français à l'étranger	- 103 899	- 66 459	- 961	- 3 823	- 6 694	- 1 376	- 46 708	- 43 195
– Étrangers en France	61 675	54 727	1 434	6 386	1 001	932	39 369	24 068
<i>Investissements de portefeuille</i>	24 004	- 19 447	14 583	- 15 091	4 625	3 564	- 39 633	- 6 618
– Avoirs	- 95 017	- 84 839	- 5 741	- 16 064	3 802	- 8 491	- 78 835	- 109 185
– Engagements	119 021	65 392	20 324	973	823	12 055	39 202	102 567
<i>Produits financiers dérivés</i>	2 784	5 531	- 2 769	- 3 409	- 2 383	2 548	4 029	- 4 983
<i>Autres investissements</i>	- 23 427	- 8 851	- 21 325	8 998	- 1 097	- 6 107	10 558	10 985
– Avoirs	- 65 463	- 34 370	33 350	- 3 613	11 051	10 442	20 331	- 1 835
– Engagements	42 036	25 519	- 54 675	12 611	- 12 148	- 16 549	- 9 773	12 820
<i>Avoirs de réserve</i>	5 763	4 201	- 853	669	- 567	- 230	2 505	- 1 974
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 728</b>	<b>3 014</b>	<b>6 964</b>	<b>6 277</b>	<b>3 214</b>	<b>- 1 328</b>	<b>9 759</b>	<b>18 852</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

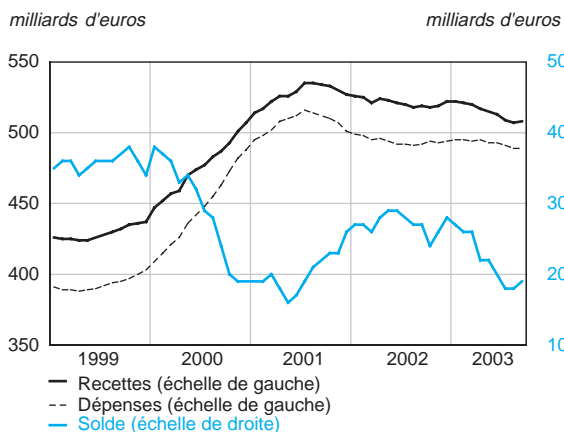
(c) Chiffres provisoires



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

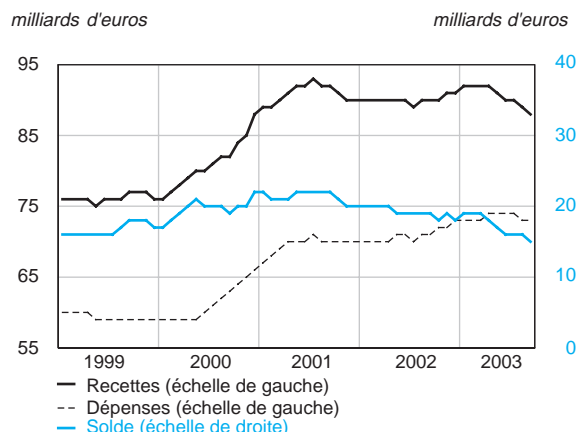
### Transactions courantes

Douze mois glissants



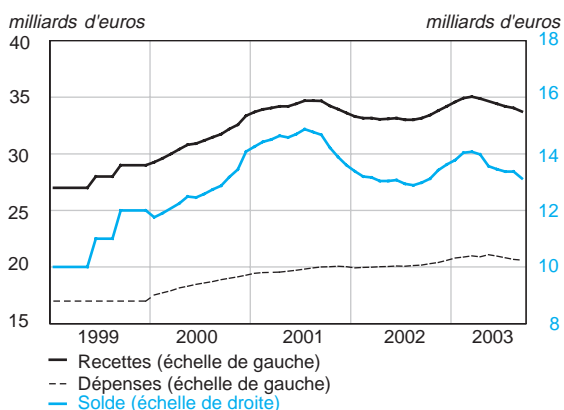
### Services

Douze mois glissants (cvs)



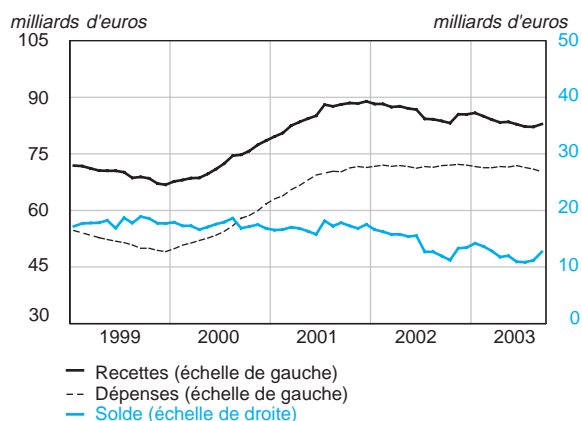
### Voyages

Douze mois glissants (cvs)



### Revenus des investissements

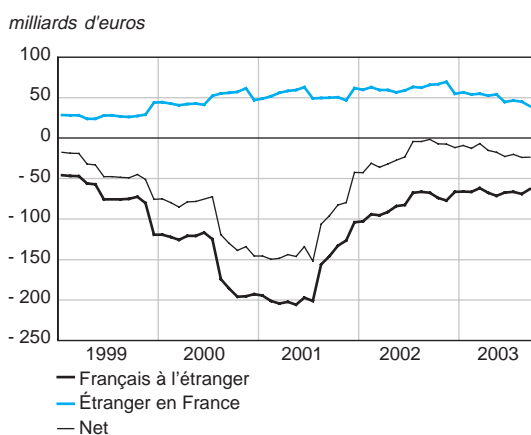
Douze mois glissants (cvs)



### Investissements directs

(en signe de balance)

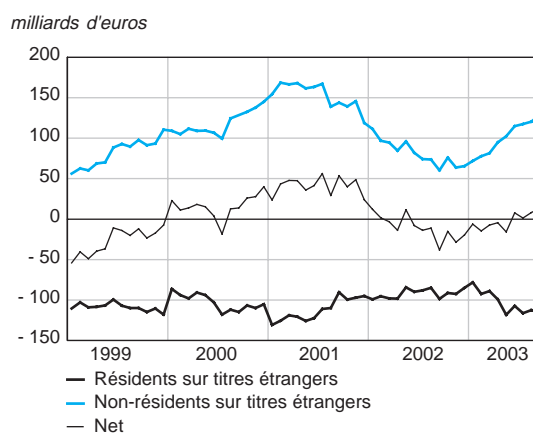
Soldes cumulés sur douze mois



### 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 7,4 %<sup>1</sup> en septembre, après 8,2 % en août. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance a très légèrement diminué, revenant à 8,1 % pour la période allant de juillet 2003 à septembre 2003, contre 8,4 % pour la période précédente.

Le fort taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire s'est quelque peu réduit (27,8 %, après 28,8 % en août). La progression des dépôts à vue s'est atténuée (8,8 %, après 9,4 %). Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *M1* a diminué : 11,3 %, après 11,8 %.

La progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* a un peu diminué en septembre, à 5,1 %, après 5,5 % en août. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est renforcée (– 2,6 %, après – 2,0 %), tandis que la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois s'est atténuée (10,9 %, après 11,2 %). La croissance annuelle de l'agrégat *M2* a diminué en septembre, à 8,0 %, après 8,5 % en août.

La croissance annuelle des instruments inclus dans *M3 – M2* s'est notablement affaiblie en septembre (4,3 %, après 6,3 %), sous l'effet de la plus forte contraction des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (– 18,6 %, après – 15,4 %) et des pensions (– 6,7 %, après – 3,1 %), et de la moindre progression des titres d'OPCVM monétaires (14,6 %, après 15,5 %).

<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
		(a)		la zone euro
	Septembre 2003	Août 2003	Septembre 2003	Septembre 2003
<b>ZONE EURO (b) :</b>				
<b>Agrégats monétaires</b> (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	366,9	28,8	27,8	
+ Dépôts à vue	2 149,3	9,4	8,8	
<b>= M1</b>	<b>2 516,2</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	
+ autres dépôts monétaires	2 629,3	5,5	5,1	
<b>= M2</b>	<b>5 145,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	
+ Instruments négociables	887,2	6,3	4,3	
<b>= M3</b>	<b>6 032,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (données cvs)	<b>7 009,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	
<b>Créances sur le secteur privé</b>	<b>8 027,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	
<b>FRANCE :</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	355,0	5,3	3,6	16,5
Comptes sur livrets	343,7	11,8	10,8	22,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	51,2	- 16,8	- 18,3	4,9
Titres d'OPCVM monétaires	257,4	9,1	8,8	44,6
Instruments du marché monétaire	49,3	- 11,9	- 16,6	75,2
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 161,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>16,6</b>
<b>Endettement intérieur total (d)</b>	<b>2 665,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	
dont : Administrations publiques	972,0	10,8	12,0	
Sociétés non financières	1107,9	4,0	4,4	
Ménages	585,1	6,8	7,2	

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

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

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Au sein des contreparties de M3 (en données cvs), la progression annuelle des concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé a très légèrement fléchi en septembre, à 5,5 %, après 5,6 % en août, le ralentissement de la croissance annuelle des titres autres que les actions (15,7 %, après 16,6 %) et celui, plus faible, des crédits (4,9 %, après 5,0 %), faisant plus que compenser l'accélération des actions et autres participations (5,8 %, après 5,6 %). La contribution des concours au secteur privé a légèrement diminué (7,5 points de croissance de M3, contre 7,6 points en août) tandis que celle des concours aux administrations publiques a faiblement augmenté (2,0 points de croissance, après 1,9 point). La contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de M3 a diminué (2,7 points de croissance de M3 en septembre, contre 2,9 en août).

### Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Août 2003	Septembre 2003
Créances nettes sur l'extérieur	2,9	2,7
Concours au secteur privé	7,6	7,5
Concours aux administrations publiques	1,9	2,0
Ressources non monétaires	3,9	4,2
Divers	- 0,3	- 0,6
<b>Total</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>

Source : BCE

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

- les dépôts à vue ont ralenti en septembre : 3,6 % en un an, après 5,3 % en août ;
- la croissance des livrets s'est atténuée : 10,8 %, après 11,8 % ;
- la baisse des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est accentuée : - 18,3 %, après - 16,8 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'OPCVM monétaires détenus par les résidents a fléchi : 8,8 %, après 9,1 % ;
- la contraction des instruments du marché monétaire s'est accentuée : - 16,6 %, après - 11,9 % en août.

La croissance des crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français s'est renforcée, s'établissant à 3,6 % en septembre, après 3,1 % en août.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a continué de se redresser en septembre : 7,7 %, après 7,0 % en août, reflétant la progression de l'endettement de toutes les catégories d'agents.

## 2.2. Le financement de l'économie française

### L'endettement intérieur total

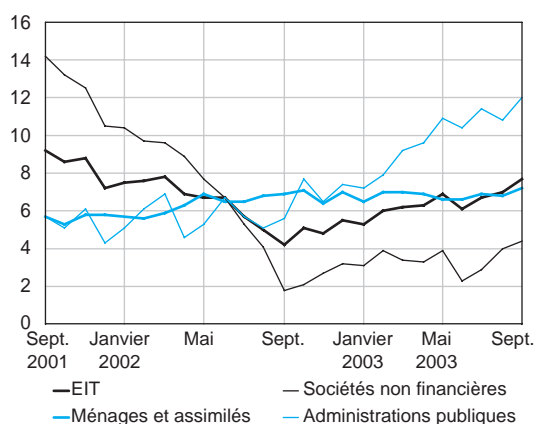
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers s'est de nouveau renforcé en septembre sous l'effet d'un sensible accroissement de l'endettement des trois catégories d'agents, au premier rang desquels les administrations publiques.

### Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Endettement intérieur total	4,2	7,0	7,7
Sociétés non financières	1,8	4,0	4,4
Ménages	6,9	6,8	7,2
Administrations publiques	5,6	10,8	12,0

### Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



**Endettement intérieur total  
par sources de financement**

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

La progression des financements de marché et des crédits obtenus auprès des institutions financières non résidentes s'est sensiblement accentuée. Celle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes est restée quasiment inchangée.

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

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de septembre 2003 s'est élevé à 3,6 milliards d'euros, après 4,2 milliards en août. Les sociétés non financières ont levé la totalité des capitaux. La part des émissions de titres cotés à la Bourse de Paris a nettement fléchi, comparée au mois d'août.

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

	(en milliards d'euros)				
	2001	2002	Sept. 2002 à août 2003	Octobre 2002 à sept. 2003	Sept. 2003
Sociétés non financières	80,0	86,9	89,1	86,2	3,6
Autres agents (a)	1,7	2,1	2,3	2,2	—
<b>Total émis (b)</b>	<b>81,7</b>	<b>89,0</b>	<b>91,4</b>	<b>88,4</b>	<b>3,6</b>
dont :					
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	7,5	11,3	22,0	20,4	0,1
Appel public à l'épargne (c)	3,3	6,2	18,5	18,4	—

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

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

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

Sources : Euronext, Banque de France

**2.2.1 L'endettement sous forme de titres****L'endettement sur les marchés**

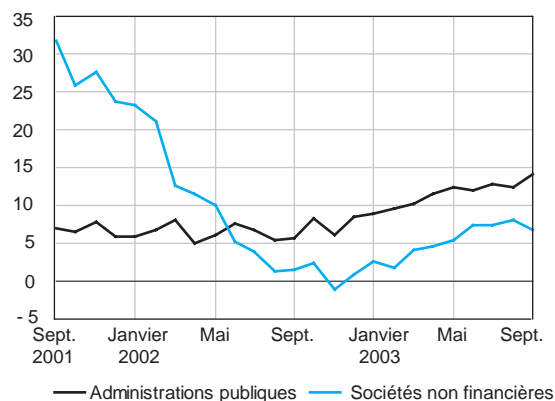
Les administrations publiques ont sensiblement accru leur recours aux marchés de titres de dette. En revanche, le taux de croissance sur un an de l'endettement des sociétés non financières sur les marchés a sensiblement fléchi.

**Endettement sur les marchés**

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Endettement sur les marchés	4,5	11,1	12,0
Administrations publiques	5,7	12,3	14,2
≤ 1 an	38,3	35,7	42,1
> 1 an	3,0	9,5	11,0
Sociétés non financières	1,4	8,0	6,7
≤ 1 an	- 30,1	- 3,7	- 7,7
> 1 an	10,5	10,2	9,4

**Endettement des sociétés non financières  
et des APU sur les marchés**

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

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

	(en milliards d'euros)							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin sept. 2003
	2002	Sept. 2002 à août 2003	Oct. 2002 à sept. 2003	Septembre 2003	Sept. 2002 à août 2003	Oct. 2002 à sept. 2003	Sept. 2003	
Sociétés non financières	16,6	25,1	23,2	—	54,9	54,4	1,8	267,0
dont : devises	1,0	2,8	2,5	—	7,4	6,8	0,1	38,1
État	27,4	54,6	59,2	15,6	119,5	123,6	16,5	682,1
Administrations publiques (hors État)	- 5,2	7,5	13,2	5,7	10,7	16,4	5,7	44,4
dont : devises	- 1,8	- 0,9	- 0,5	0,4	—	0,4	0,4	2,4
Institutions financières monétaires	24,1	26,7	27,8	3,1	99,0	97,8	6,2	405,3
dont : devises	6,3	5,6	6,8	1,0	23,0	22,6	1,9	72,0
Institutions financières non monétaires	1,5	1,0	1,7	0,6	2,6	3,2	0,6	33,2
dont : devises	—	—	—	—	—	—	—	0,6
<b>Total</b>	<b>64,4</b>	<b>114,6</b>	<b>125,1</b>	<b>25,0</b>	<b>286,7</b>	<b>295,4</b>	<b>30,8</b>	<b>1 432,0</b>
dont : devises	5,6	7,5	8,9	1,4	30,4	29,8	2,3	113,1

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

En septembre, les *émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents* se sont élevées à 25 milliards d'euros. En cumul sur les douze derniers mois, leur montant s'est établi à 125,1 milliards d'euros. Il avait été de 64,4 milliards pour toute l'année 2002.

Les *émissions brutes* ont été de 30,8 milliards d'euros en septembre, et de 295,4 milliards sur les douze derniers mois. Les capitaux ont été levés principalement sur la place de Paris (71 %) et 92 % de l'encours émis était libellé en euros.

## Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en octobre 2003

## Obligations émises à Paris

	(en milliards d'euros)							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin octobre 2003
	2002	Oct. 2002 à septembre 2003	Nov. 2002 à octobre 2003	Octobre 2003	Oct. 2002 à septembre 2003	Nov. 2002 à octobre 2003	Octobre 2003	
Sociétés non financières	2,5	-1,6	-1,3	- 0,6	16,6	18,6	2,1	129,7
État	34,6	40,2	21,8	- 11,7	69,0	66,1	3,9	507,3
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	13,8	13,7	0,0	16,0	16,0	0,0	39,7
Institutions financières monétaires	- 8,8	- 5,8	- 4,8	1,2	18,5	18,7	1,7	161,9
Institutions financières non monétaires	- 0,1	0,0	- 0,3	- 0,3	0,9	0,9	0,0	26,3
<b>Total</b>	<b>24,7</b>	<b>46,6</b>	<b>29,2</b>	<b>- 11,4</b>	<b>121,0</b>	<b>120,3</b>	<b>7,7</b>	<b>864,9</b>

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'octobre, s'est établi à 7,7 milliards d'euros. Compte tenu de remboursements de 19 milliards d'euros réalisés principalement par l'État, le montant des émissions nettes sur la place de Paris a été négatif (- 11,4 milliards d'euros).

France Trésor a levé 3,9 milliards d'euros d'obligations, représentant plus de 51 % du total émis par les résidents sur la place de Paris au mois d'octobre. Pour la première fois cette année, l'agence France Trésor a procédé, le 23 octobre, aux rachats d'obligations par voie d'adjudication à l'envers sur trois lignes d'OAT : l'OAT 6,50 % avril 2011, l'OAT 5 % avril 2012 et l'OAT 8,25 % avril 2022 pour un montant global de 550 millions d'euros. À fin octobre 2003, l'État a réalisé 99,5 % de son programme indicatif d'émissions d'OAT de l'année en cours. À cette même date, la dette obligataire de l'État représentait 58,6 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions brutes des institutions financières (monétaires et non monétaires) ont atteint 1,7 milliard d'euros. Le cumul sur un an des émissions nettes de ce secteur demeure négatif (- 5,1 milliards d'euros).

Les sociétés non financières ont levé 2,1 milliards d'euros en octobre. Plus des deux tiers des émissions du mois ont porté sur des titres remboursables ou échangeables en actions. Les émissions nettes ont été négatives (- 0,6 milliard d'euros) au cours du mois sous revue et le montant cumulé sur les douze derniers mois s'élève à - 1,3 milliard d'euros.

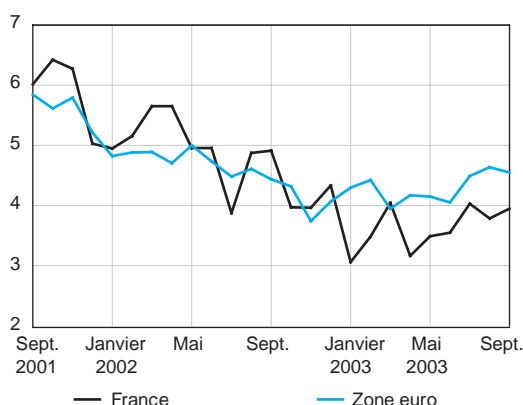
## 2.2.2. L'évolution des crédits

### Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a légèrement augmenté.

#### Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

#### Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Crédits des IFM	4,9	3,8	4,0
Banques	5,1	3,6	3,6
CDC et CNE	2,6	7,1	8,9
Établissements spécialisés	4,3	4,6	5,2

La croissance de l'encours des crédits distribués par les banques n'a pas varié, alors que celle des crédits distribués par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) s'est nettement accentuée. La distribution des crédits par les établissements spécialisés s'est renforcée.

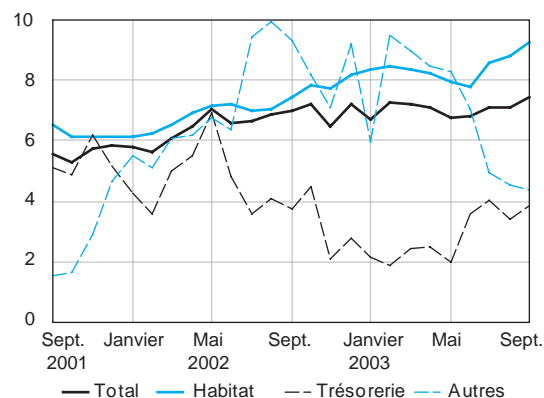
#### Crédits par agents et par objets

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

Le taux de croissance des crédits consentis aux sociétés non financières a enregistré un léger fléchissement tandis que celui des crédits accordés aux ménages s'est quelque peu accentué.

#### Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

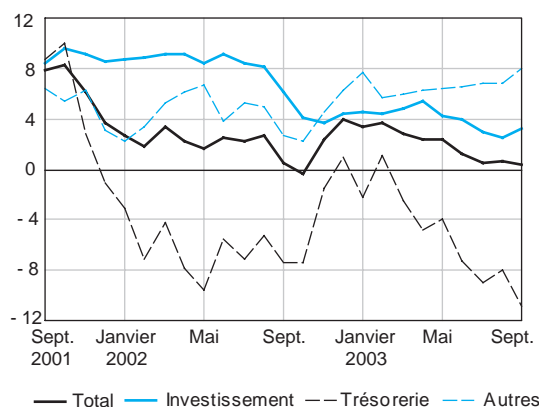
(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

## Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

## Les taux débiteurs

Les taux des crédits à la consommation ainsi que des crédits aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à un an sont restés stables dans la zone euro en septembre 2003. Celui des crédits à l'habitat a augmenté modérément, alors que celui des crédits aux entreprises d'une durée supérieure à un an a légèrement fléchi.

## Taux d'intérêt débiteurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
<b>Crédits à la consommation</b>			
Zone euro	9,85	9,07	9,06
France	9,38	8,40	8,40
<b>Crédits à l'habitat à taux fixe</b>			
Zone euro	5,38	4,23	4,36
France	6,04	5,16	5,16
<b>Crédits aux entreprises ≤ 1 an</b>			
Zone euro	6,12	5,24	5,24
France	4,66	3,82	3,82
<b>Crédits aux entreprises &gt; 1 an</b>			
Zone euro	5,61	4,82	4,78
France	4,99	4,19	4,19

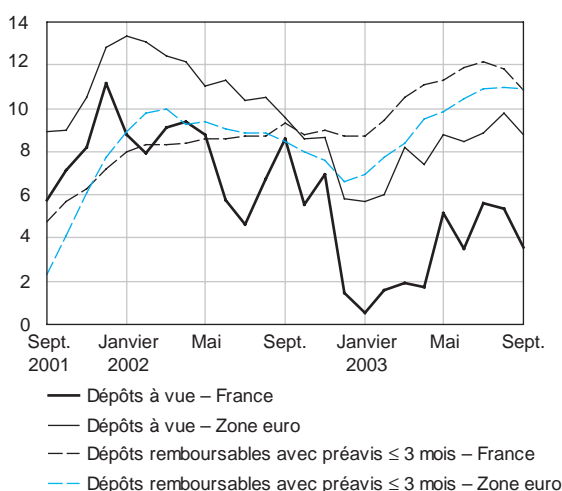
Sources : BCE, Banque de France

## 2.3. Les placements intermédiés

### Les placements auprès des institutions financières monétaires

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

(taux de croissance annuel en %)



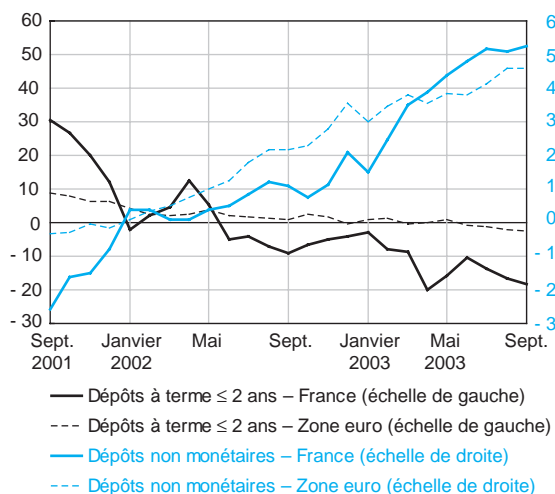
Sources : Banque de France, BCE

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



## Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

## Dépôts à vue (France)

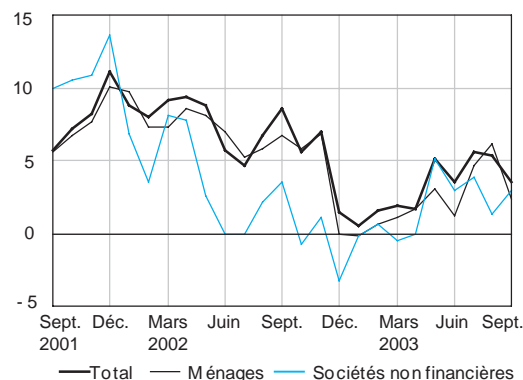
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Dépôts à vue	8,6	5,3	3,6
Ménages	6,7	6,1	2,3
Sociétés non financières	3,5	1,3	2,9
Autres	19,7	- 1,5	8,7

Le renforcement de la croissance des dépôts des sociétés non financières en septembre n'a pas compensé la forte décélération des dépôts des ménages.

## Dépôts à vue par agents (France)

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

## Comptes sur livret (France)

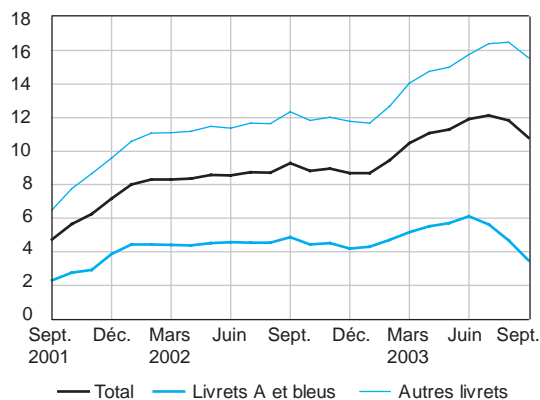
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Comptes sur livret	9,3	11,8	10,8
Livrets A et bleus	4,9	4,7	3,5
Livrets soumis à l'impôt	23,3	34,2	32,3
Livrets d'épargne populaire	4,9	7,2	7,8
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	9,4	8,2	7,0

La croissance de l'ensemble des comptes sur livrets a poursuivi son fléchissement, qui a concerné tous les livrets, sauf les livrets d'épargne populaire.

### Comptes sur livret (France)

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

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

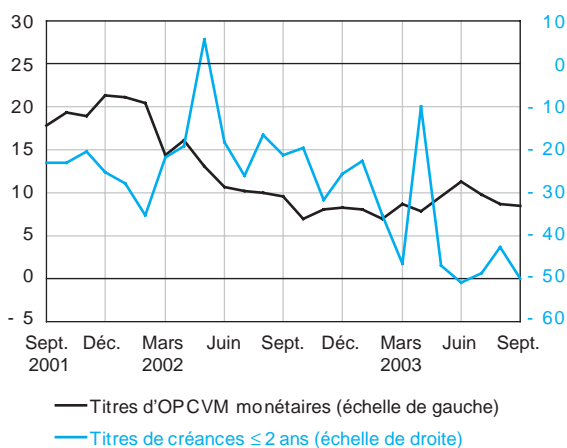
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	1,8	- 1,5	- 3,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 9,1	- 16,8	- 18,3
Titres d'OPCVM monétaires	9,5	8,8	8,4
Titres de créances ≤ 2 ans	- 21,4	- 42,7	- 50,0
Pensions	8,7	8,0	- 5,1

L'encours des placements rémunérés aux taux du marché monétaire a continué de se contracter. La baisse des encours des dépôts à terme et des titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est accentuée. Les titres d'OPCVM monétaires, toujours en croissance rapide, ont toutefois enregistré une moindre progression.

### Principaux placements en titres monétaires (France)

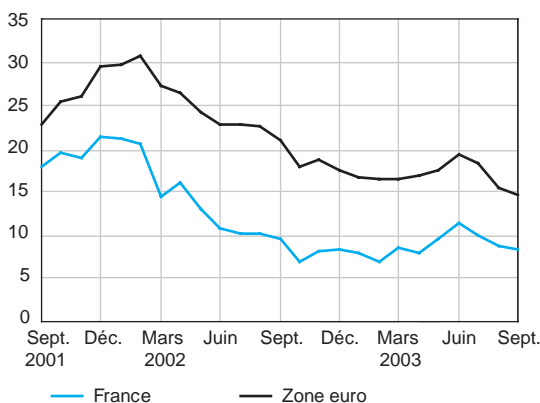
(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

### Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et BCE

### Dépôts non monétaires (France)

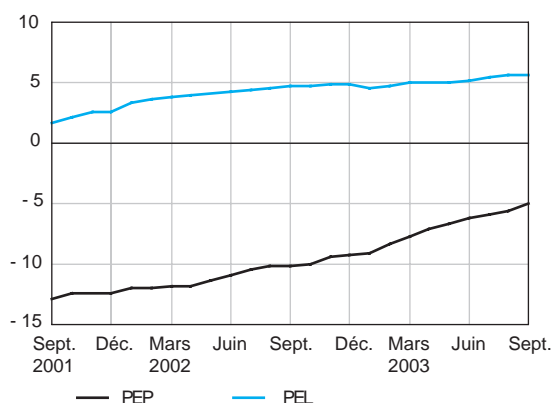
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Dépôts non monétaires	1,1	5,1	5,3
PEP bancaires	- 10,1	- 5,7	- 5,0
PEL	4,6	5,5	5,6

La croissance des dépôts non monétaires s'est légèrement renforcée. Celle des PEL est restée quasiment stable tandis que la contraction des encours de PEP bancaires s'est atténuée.

### Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

### Les placements en OPCVM non monétaires

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

	(en %)		
	Décembre 2001	Décembre 2002	Septembre 2003
OPCVM obligations	25,6	29,2	29,2
OPCVM actions	31,1	25,0	25,5
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	35,0
OPCVM garantis	7,1	9,6	10,3
<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 » est restée stable. Celle des OPCVM « diversifiés » s'est réduite au profit de celles des OPCVM « garantis » et des OPCVM « actions ».

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

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

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » se sont accrus, tandis que ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont quelque peu réduits. Les titres d'OPCVM « actions » ont enregistré un flux net d'achats positif sous l'effet de souscriptions accrues.

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

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

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 légèrement baissé ; celui des titres d'OPCVM « diversifiés » a continué de progresser. Le rendement sur douze mois de titres d'OPCVM « actions » s'est fortement redressé.

### Les taux créditeurs

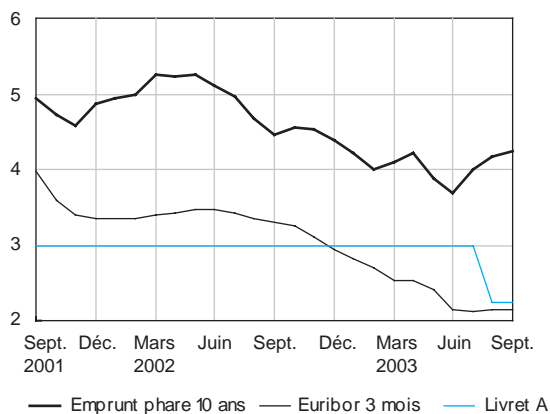
Sur les marchés, les taux d'intérêt à court terme sont restés quasiment stables alors que les taux d'intérêt à long terme se sont quelque peu renforcés.

#### Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
Euribor 3 mois	3,31	2,14	2,15
Emprunt phare 10 ans	4,46	4,16	4,23
Livret A	3,00	2,25	2,25

## Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

## Taux d'intérêt créditeurs

(moyennes mensuelles en %)

	Septembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
<b>Dépôts à vue</b>			
Zone euro	0,73	0,46	0,46
<b>Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois</b>			
Zone euro	2,13	1,61	1,60
France	3,07	2,44	2,44
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>			
Zone euro	2,77	1,75	1,72
France	3,31	2,14	2,15
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>			
Zone euro	3,64	2,50	2,54
France	4,32	3,43	3,48

Sources : BCE, Banque de France

Dans la zone euro, les taux d'intérêt créditeurs à court terme se sont légèrement détendus, alors que ceux à plus de deux ans se sont orientés à la hausse.

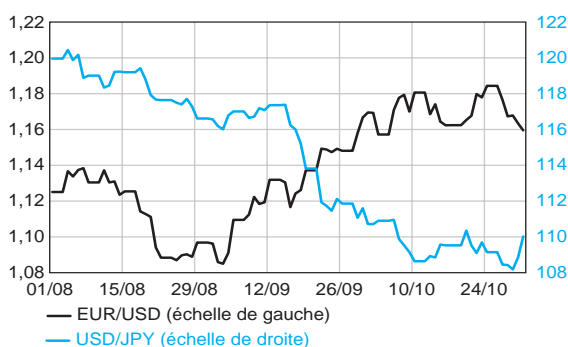
### 3. Les marchés de capitaux

Le mois d'octobre a été marqué par la publication d'indicateurs signalant une amélioration des conditions économiques, en particulier aux États-Unis : redressement significatif du marché de l'emploi et croissance du PIB au troisième trimestre nettement supérieure aux attentes des analystes. Dans ce contexte, les taux monétaires et obligataires se sont fortement tendus aux États-Unis. Des signes de reprise se sont également manifestés en Europe, favorisant aussi une hausse des rendements. Les marchés boursiers ont poursuivi leur progression. Sur les marchés de change, le yen s'est apprécié face aux principales devises, alors que l'euro s'est légèrement replié.

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

*En octobre, l'EUR/USD a évolué sans direction précise autour de 1,17, alors que le yen a poursuivi son appréciation face aux principales devises*

**Taux de change de l'euro contre dollar et du dollar contre yen**



Au terme d'une période de fluctuation sans direction précise au sein d'une fourchette comprise entre 1,16 et 1,18, le taux de change de l'EUR/USD termine en légère baisse (- 0,34 %, à 1,1635). Au cours du mois, le dollar a, en effet, bénéficié de la publication d'indicateurs confortant le scénario d'une nette reprise économique aux États-Unis. Le léger repli de l'EUR/USD s'inscrit

également dans un contexte où les autorités américaines ont rappelé à plusieurs reprises leur attachement à une politique du dollar fort, tout en soulignant qu'il appartient aux forces du marché de déterminer sans entrave le niveau des cours de change.

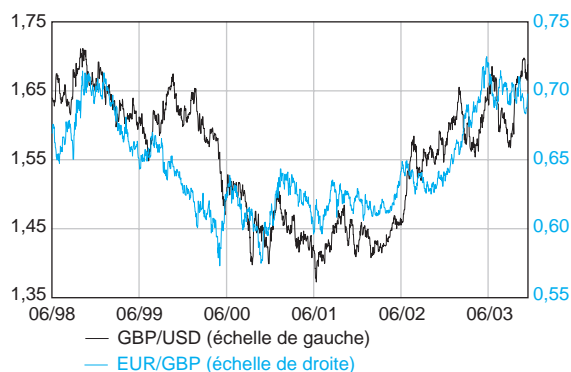
Le yen a continué de se raffermir face aux principales devises, l'USD/JPY tombant à son plus bas niveau depuis trois ans, le 29 octobre, à 107,86. La devise nipponne a bénéficié de la parution d'indicateurs économiques soulignant la reprise économique au Japon (production industrielle meilleure qu'attendu en septembre) ainsi que de la poursuite d'investissements de non-résidents en actions japonaises.

Les mises en garde répétées des autorités japonaises contre des mouvements trop brutaux de la devise, ainsi que la poursuite des interventions sur les marchés de change en septembre (USD 40 milliards environ, selon les données publiées par le ministère des Finances japonais) ont toutefois quelque peu limité la progression du yen et contenu le USD/JPY dans une marge de fluctuation étroite, autour de 109, pendant l'essentiel de la période sous revue.

Après avoir touché un plus bas niveau, à 7,7050 fin septembre, en liaison avec l'intensification des spéculations sur une réévaluation conjointe de la monnaie chinoise et du dollar de Hong Kong dans le sillage du sommet du G 7 de Dubaï, l'USD/HKD s'est progressivement rapproché de son niveau de référence de 7,80 (il se traitait autour de 7,7675 le 31 octobre). Une évolution similaire a été observée sur la devise chinoise, les taux de change à terme soulignant le très net repli des attentes de réévaluation du yuan.

La livre sterling s'est appréciée de manière significative tant face à l'euro que face au dollar, le GBP/USD atteignant des plus hauts niveaux de 5 ans le 29 octobre à 1,7080. La devise britannique a bénéficié de l'accentuation des anticipations d'une remontée des taux directeurs après la publication des minutes de la réunion du Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre du 8/9 octobre (cf. 3.2 ci-après) et de la progression plus forte qu'attendu des ventes de détail en septembre.

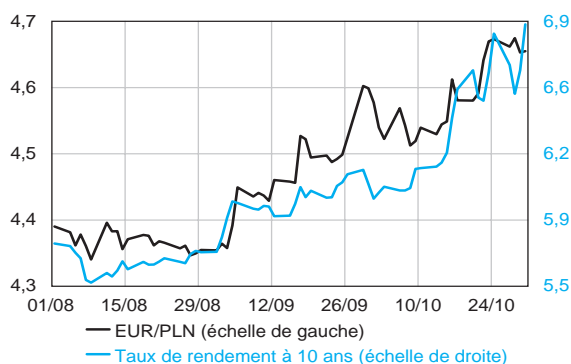
### Taux de change du sterling contre dollar et de l'euro contre sterling



### Net repli de certaines devises d'Europe de l'Est

Le zloty polonais s'est déprécié face à l'euro, l'EUR/PLN atteignant des plus hauts niveaux historiques autour de 4,7250 le 27 octobre, en liaison avec l'accroissement des inquiétudes sur la situation budgétaire en Pologne. Celles-ci se sont matérialisées par des ventes substantielles d'obligations polonaises, qui ont porté le rendement du titre d'État polonais 10 ans à 7,08 % le 31 octobre (+ 100 points de base sur un mois), soit 272 points de base au-dessus de son équivalent dans la zone euro. Le repli de la devise a toutefois été limité par le maintien de la notation de la dette polonaise par l'agence de notation Fitch.

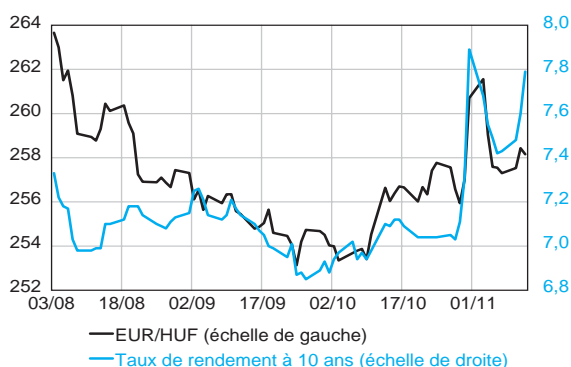
### Taux de change de l'euro contre le zloty polonais et du rendement obligataire d'État polonais à 10 ans



Le mouvement de défiance vis-à-vis des marchés polonais s'est diffusé au marché obligataire hongrois et au forint. Le rendement obligataire d'État hongrois à 10 ans a gagné 100 points de base, atteignant au

plus haut 7,90 %, soit plus de 350 points de base au-dessus du rendement à 10 ans de la zone euro. Le forint s'est, dans le même temps, nettement affaibli vis-à-vis de l'euro et se négociait, le 31 octobre, à plus de 260 pour 1 euro.

### Taux de change de l'euro contre le forint hongrois et du rendement obligataire d'État hongrois à 10 ans



Parmi les autres devises, le rouble a progressé face au dollar, passant nettement sous le seuil de 30 pour 1 euro. Sa bonne orientation reflète notamment l'amélioration de la notation de la Russie par l'agence de notation Moody's, de Ba2 à Baa3 au début du mois d'octobre.

## 3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Les taux monétaires et obligataires se sont fortement tendus, annulant ainsi la détente observée en septembre.

### Remontée marquée des taux des marchés monétaires aux États-Unis, dans la zone euro et surtout au Royaume-Uni

La publication d'indicateurs de confiance en forte augmentation aux États-Unis — notamment l'indicateur de la Banque de réserve fédérale de Philadelphie —, étayée par l'amélioration du marché du travail et par une forte augmentation du PIB au troisième trimestre, a alimenté les espoirs d'une reprise économique solide et fortement pesé sur l'ensemble des marchés monétaires.

En dépit de la confirmation par les autorités monétaires américaines du maintien d'une politique monétaire accommodante pour une « période

considérable », la courbe des taux implicites des contrats eurodollar s'est ainsi translatée vers le haut, tout en enregistrant une augmentation marquée de sa pente : l'écart entre les taux implicites des contrats décembre 2003 et septembre 2004 est passé de 50 à 90 points de base sur le mois d'octobre, le taux implicite à 3 mois atteignant 2,09 % pour le contrat septembre 2004. Ces évolutions reflètent une intensification des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine en 2004. Il ressort en effet des taux au jour le jour anticipés tirés des *swaps* qu'une première hausse de 25 points de base est attendue au cours du deuxième trimestre 2004, le taux directeur américain étant attendu à 1,75 % en septembre 2004.

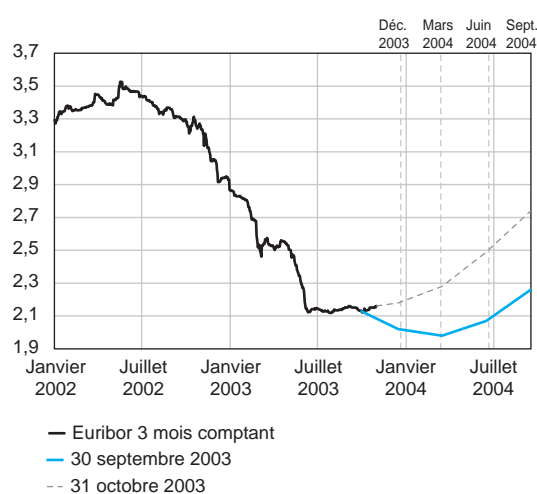
Les taux monétaires britanniques ont également très nettement progressé. La pente de la courbe des contrats de *futures short-sterling*, qui était déjà prononcée en début de mois, s'est encore accentuée. Le taux implicite du contrat septembre 2004 a, en effet, augmenté de 75 points de base, se situant, en fin de période, à 5,02 %. La publication de données économiques favorables (hausse des ventes de détail au mois de septembre et forte progression des prêts, aux particuliers, garantis par des hypothèques) a alimenté cette hausse des rendements et intensifié les anticipations d'une hausse de taux directeurs de la Banque d'Angleterre de plus de 100 points de base d'ici septembre 2004.

Les taux monétaires japonais sont, par contre, restés quasiment inchangés : la Banque du Japon a annoncé un maintien de sa politique monétaire résolument accommodante sous forme d'un nouvel assouplissement quantitatif, qui a relevé le haut de la fourchette de son objectif pour les dépôts en comptes courants des établissements de crédit de 30 trillions à 32 trillions de yens.

Dans la zone euro, les taux courts ont été orientés à la hausse sous l'influence de la publication d'indicateurs avancés ou de données économiques mieux orientés (production industrielle italienne en hausse de 0,1 % en août en rythme mensuel, accroissement des commandes allemandes de biens durables de 0,6 % en rythme mensuel en août). Cette remontée des taux s'est accompagnée d'une pentification de la courbe monétaire, reflétant une accentuation des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE : l'écart de rendement entre les taux implicites des contrats Euribor décembre 2003 et septembre 2004 est passé de 27 points de base en début de période à 59 points de base à la fin du mois d'octobre, sous l'effet d'une

remontée plus prononcée des taux implicites des maturités les plus éloignées (de 47 points de base sur le contrat septembre 2004). Ainsi, alors qu'un *statu quo* était encore largement attendu jusqu'en septembre 2004 au début du mois d'octobre, les participants de marché semblent désormais considérer comme probable un niveau de 2,50 % pour le taux minimum d'appel d'offres aux opérations principales de refinancement de la BCE dès l'été 2004.

### Contrats Euribor 3 mois



Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour en zone euro, le taux Eonia est resté relativement stable sur des niveaux avoisinant 2,06 %, à l'exception notable des sessions précédant la fin de période de constitution des réserves obligatoires.

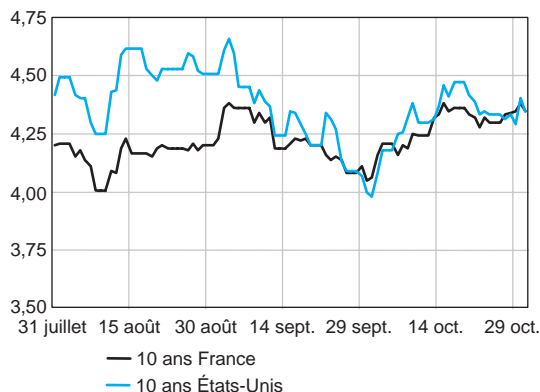
### Tension générale des rendements obligataires dans le sillage des taux monétaires

Les rendements obligataires se sont tendus dans le sillage des taux monétaires, mais aussi en liaison avec la bonne tenue des marchés boursiers et l'abondance de l'offre gouvernementale.

La courbe des rendements obligataires d'État américains a subi une translation vers le haut, sans que la pente en soit modifiée, le rendement à 2 ans augmentant de 36 points de base, à 1,85 %, et le rendement à 10 ans de 39 points de base, à 4,38 %. Les rendements intermédiaires ont été plus particulièrement affectés par les adjudications, l'émission de USD 16 milliards le 15 octobre sur le 5 ans entraînant une hausse de 43 points de base du rendement correspondant, à 3,29 %.



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



La courbe obligataire d'État britannique s'est aplatie d'une dizaine de points de base, les rendements longs (+ 47 points de base à 5,00 % pour le 10 ans) progressant moins que les courts (+ 60 points de base à 4,60 % pour le 2 ans).

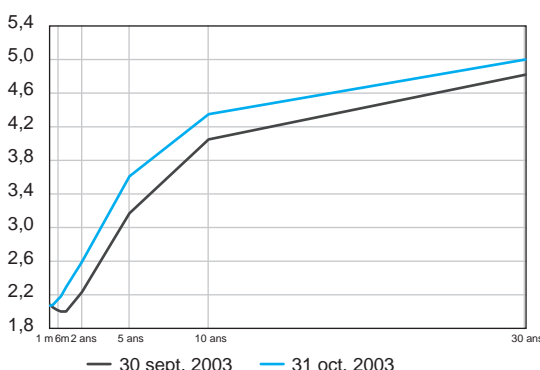
Au Japon, les rendements obligataires à 2 ans se sont légèrement détendus sous l'effet de l'assouplissement monétaire décidé par la Banque du Japon et du sentiment que celle-ci maintiendrait durablement sa politique de taux zéro. En revanche les rendements se sont orientés à la hausse de façon marquée sur les échéances les plus éloignées (+ 22 points de base, à 2,34 % pour le 30 ans) en liaison notamment avec la confirmation de l'amélioration de la situation économique et la perspective d'émissions importantes de titres en novembre.

La courbe des rendements obligataires de la zone euro a subi un mouvement équivalent à celle des rendements américains. Les rendements les plus courts ont subi l'influence des taux monétaires (pour le 2 ans français : + 36 points de base, à 2,61 %). Ceux des maturités les plus éloignées ont progressé sous l'effet conjugué de la bonne tenue des marchés boursiers et de l'importance de l'offre obligataire par les émetteurs souverains de la zone euro (notamment les OAT 2013 et 2019 en France et l'obligation à 5 ans en Allemagne).

Parallèlement, les points morts d'inflation ont continué de se tendre. Le point mort d'inflation française à l'horizon 2013 est ainsi passé de 1,92 % le 30 septembre à 2,16 % le 31 octobre. Cette dégradation des anticipations à moyen terme reflète

principalement l'évolution récente des indices de prix français, mais s'explique aussi par la forte demande adressée aux OAT indexées sur l'inflation française à des fins de couverture, suite à la publication de la loi indexant partiellement les produits d'épargne à taux administré sur l'inflation.

### Courbe obligataire d'État française entre le 30 septembre 2003 et le 31 octobre



S'agissant des émetteurs privés, un resserrement des primes de signature a été de nouveau enregistré en octobre, dans la zone euro comme aux États-Unis, après une phase de relative stabilité au mois de septembre.

Ce resserrement s'est opéré dans un contexte de baisse des taux de défaut des entreprises répertoriés par les agences de notation, de résultats trimestriels généralement au-delà des attentes de la part des entreprises et de la relative faiblesse de l'activité sur le marché primaire.

Il a concerné, en particulier, les obligations des entreprises relativement moins bien notées, en liaison avec la progression des marchés boursiers au cours du mois.

### Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	1 <sup>er</sup> octobre 2003	31 octobre 2003	Variation	Plus haut 2002
Industrielles AAA	15	12	- 3	21
Industrielles AA	30	31	+ 1	61
Financières AA	36	36	0	60
Corporate BBB	110	98	- 12	267
Industrielles BBB	113	101	- 12	286
Télécom BBB	84	73	- 11	255

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans



### 3.3. Les marchés boursiers

#### *Progression marquée des principaux indices boursiers, tirés à la hausse par les valeurs technologiques*

	Dow Jones	Nasdaq	Dax	CAC 40	EuroStoxx	Nikkei
30/09/2003	9 275,06	1 786,94	3 256,78	3 134,99	214,34	10 219,05
31/10/2003	9 801,12	1 932,21	3 655,99	3 373,20	230,69	10 559,59
variation en % variation depuis le 30/12/2002 (%)	5,67	8,13	12,26	7,60	7,63	3,33
30/12/2002	8 332,85	1 339,54	2 892,63	3 025,14	205,94	8 578,95

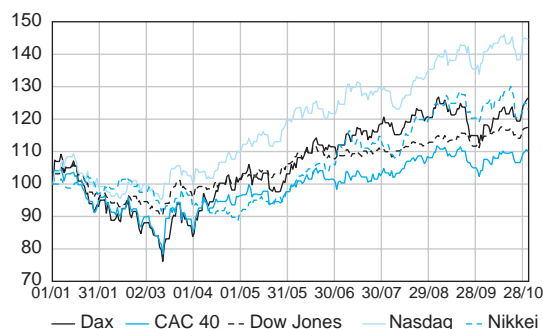
Les marchés d'actions américains et européens se sont inscrits en forte progression, enregistrant des gains de 7 à 12 %. Les marchés japonais ont continué de progresser, à un rythme toutefois moindre (+ 3,3 %). La publication par des entreprises américaines et européennes de résultats généralement meilleurs qu'attendu pour le troisième trimestre a soutenu les indices. Les bourses ont également progressé, dans le sillage de la publication d'indicateurs macro-économiques bien orientés de part et d'autre de l'Atlantique et d'annonces d'importantes opérations de fusions et acquisitions.

Les valeurs technologiques ont enregistré les gains les plus importants tant en Europe (+ 11,9 % pour le sous-secteur technologique de l'EuroStoxx) qu'aux États-Unis (Nasdaq + 8,2 %, au plus haut niveau depuis mars 2002) sous l'effet d'annonces sectorielles favorables. Au sein de l'EuroStoxx, les titres des compagnies d'assurance se sont également inscrits en forte hausse.

À l'opposé, les valeurs énergétiques se sont inscrites en léger recul, pâtissant d'annonces de résultats décevants dans le secteur.

#### Indices boursiers

Base 100 = janvier 2003



La nette progression des bourses au mois d'octobre s'est effectuée dans un contexte de recul sensible de la volatilité implicite des options sur indices boursiers en Europe et aux États-Unis, traduisant la plus grande confiance des opérateurs sur les perspectives économiques. Ainsi, la volatilité implicite relative aux contrats sur le CAC 40 est revenue de 26,2 % à 19,25 % entre le 1<sup>er</sup> et le 31 octobre et celle relative aux contrats sur le SP 500 de 19,4 % à 13,6 %.

Au Japon, le marché boursier a continué de bénéficier, pendant la majeure partie du mois, d'importantes entrées de capitaux de non-résidents (717 milliards de yens) et l'indice Nikkei a touché son plus haut niveau de 16 mois, à 11 238, le 20 octobre, avant de se replier légèrement en fin de période.

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

**Activité sur le marché de la pension livrée**

	(volume en milliards d'euros, part en %)			
	Octobre 2003		Moyenne année 2003	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	362,89	56,92	414,94	59,85
Pensions à taux fixe	138,07	35,26	125,64	19,54
Pensions à taux variable	224,82	35,26	289,30	41,68
BTAN	180,56	28,32	180,03	26,05
Pensions à taux fixe	68,24	10,70	54,98	7,95
Pensions à taux variable	112,32	17,62	125,04	18,11
BTF	94,07	14,76	96,76	14,09
Pensions à taux fixe	29,13	4,57	19,81	2,85
Pensions à taux variable	64,94	10,19	76,94	11,24
<b>TOTAL</b>	<b>637,52</b>	<b>100,00</b>	<b>691,73</b>	<b>100,00</b>
Pensions à taux fixe	235,44	36,93	200,43	28,97
Pensions à taux variable	402,08	63,07	491,29	71,02

**Taux des BTF et des BTAN**

Échéance	(taux en %, variation en points de base)		
	31 oct. 2003	30 sept. 2003	Variation
1 mois	2,02	2,03	- 1
3 mois	2,04	2,01	3
6 mois	2,10	1,99	11
12 mois	2,26	1,97	29
2 ans	2,61	2,23	38
5 ans	3,59	3,17	42

**Émission de titres de créances négociables**

	(en milliards d'euros)		
	Émissions		Encours
	en octobre 2003 brutes	à fin octobre 2003 nettes	
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>385,7</b>	<b>- 4,4</b>	<b>318,1</b>
Certificats			
de dépôt négociables	311,2	- 3,6	196,0
BMTN	1,5	0,6	52,8
Billets de trésorerie	73,0	- 1,4	69,3

**Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie**

	(en %)				
	27 sept. au 3 oct.	4 au 10 oct.	11 au 17 oct.	18 au 24 oct.	25 au 31 oct.
Billets à 1 jour	2,13	2,12	2,12	1,95	2,11
Billets à 10 jours	(-)	2,13	(-)	2,09	2,11
Billets à 30 jours	2,16	2,21	2,16	2,14	2,15
Billets à 90 jours	2,20	2,20	2,22	2,23	2,21
Billets à 180 jours	2,13	2,17	(-)	2,23	2,22

**Taux de rendement à l'émission des CDN**

	(en %)				
	27 sept. au 3 oct.	4 au 10 oct.	11 au 17 oct.	18 au 24 oct.	25 au 31 oct.
Certificats à 1 jour	2,10	2,09	2,08	1,84	2,08
Certificats à 10 jours	2,07	2,04	2,08	2,09	2,06
Certificats à 30 jours	2,07	2,08	2,06	2,08	2,10
Certificats à 90 jours	2,14	2,15	2,17	2,17	2,18
Certificats à 180 jours	2,11	2,17	2,20	2,26	2,21

**Spreads billets de trésorerie — swaps**

Moyenne mensuelle sur quatre populations :  
émetteurs notés A1/P1/F1, A2/P2/F2, non notés,  
véhicules (a)

		(en points de base)			
		A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules
<b>1 mois</b>	Août	1	6	6	4
	Septembre	1	6	7	5
	Octobre	2	7	7	5
<b>3 mois</b>	Août	3	10	11	7
	Septembre	3	12	11	7
	Octobre	4	11	20	3

(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 non notés pour lesquelles les *spreads* enregistrent une hausse de 9 points de base, le mois d'octobre se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission par rapport aux *swaps* de référence.

## Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants

*Les pays accédants ont accompli des progrès considérables en matière de désinflation au cours de la dernière décennie. La littérature consacrée à ce phénomène met généralement en avant le rôle joué par les facteurs non monétaires. On montre ici qu'une contribution essentielle a aussi été apportée par les différentes stratégies de politique monétaire adoptées au cours de cette période. Au seuil de l'entrée de ces pays dans l'Union européenne, on s'interroge cependant sur le caractère soutenable des bas taux d'inflation observés à la mi-2003 dans certains d'entre eux. Les incertitudes relatives à cette soutenabilité militent en faveur d'une attitude pragmatique de ces pays au moment de l'accession dans l'Union et suggèrent l'adoption d'un calendrier raisonné en ce qui concerne leur intégration dans le mécanisme de change européen (MCE2).*

Laurent CLERC et Sylvain GOUTERON  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*  
*Service d'Études sur les politiques monétaire et financière*

Les référendums organisés en Estonie et en Lettonie, respectivement les 14 et 20 septembre derniers, ont achevé le cycle des consultations publiques devant conduire, à partir de mai 2004, au cinquième élargissement de l'Union européenne.

À cette date, si le rapport d'évaluation préparé par la Commission émet un avis favorable sur leur état de préparation, huit pays d'Europe centrale et orientale (Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Slovaquie, Slovénie et République tchèque) et deux pays méditerranéens (Malte et Chypre) rejoindront l'Union.

En dépit d'une certaine hétérogénéité, ces États ont accompli des progrès considérables en matière de désinflation sur une période relativement courte. Si l'on s'accorde généralement sur l'importance des facteurs non monétaires à l'origine de ce processus, le présent article vise à mettre en lumière le rôle spécifique joué par la politique monétaire.

Après avoir décrit les principales phases de la désinflation dans une première partie, on cherche à évaluer la contribution de la politique monétaire en mettant en perspective les différentes stratégies d'ancrage nominal dans une deuxième partie. On s'interroge enfin, dans une troisième partie, sur la soutenabilité des bas taux d'inflation observés actuellement et l'on présente les éventuels dilemmes de politique monétaire et de stabilité financière qui pourraient se poser dans la perspective d'une participation rapide au mécanisme de change européen.

## 1. La désinflation dans les pays accédants

Les progrès accomplis par les pays accédants au cours de la dernière décennie en termes de convergence nominale, et plus particulièrement d'inflation, ont été impressionnants. Durant cette courte période, les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sont passés, dans un contexte de dérégulation et de libéralisation des échanges, de l'hyperinflation à une inflation généralement modérée, l'évolution des prix à la consommation en glissement annuel y étant partout inférieure à 10 % en juin 2003.

Bien que différente, l'expérience des pays méditerranéens montre, elle aussi, une tendance similaire à la désinflation et une dynamique des prix de plus en plus proche de celle observée dans l'Union européenne et la zone euro.

De nombreux travaux ont déjà été consacrés à l'étude de ce phénomène<sup>1</sup> dans les PECO. Ils s'accordent généralement pour distinguer quatre phases principales dans ce processus de désinflation, que l'on retrouve dans les graphiques présentés ci-après.

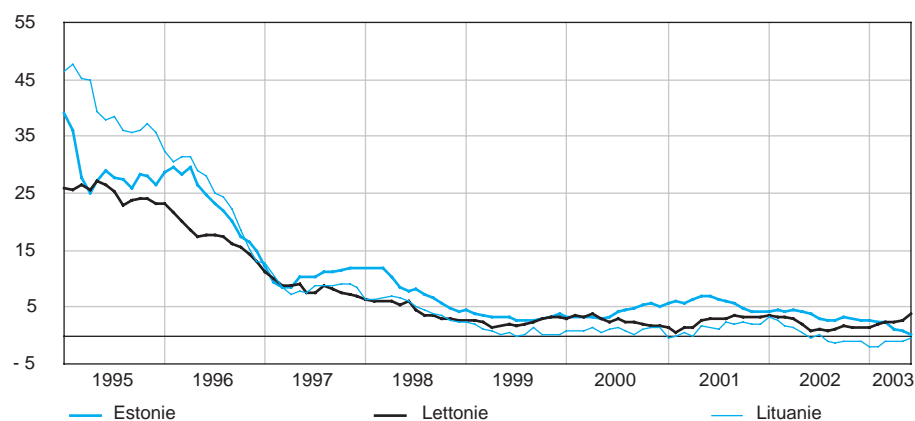
Après une étape initiale de transition, caractérisée par une très forte croissance des prix et une forte dépréciation du taux de change, une première phase de désinflation rapide apparaît dans la plupart de ces pays : les taux d'inflation chutent d'un niveau

<sup>1</sup> Voir en particulier Dabrowski (1998), Backé (2002), Backé et alii (2002). Voir également l'article de E. Kurtz, J-P. Yanitch et C. Pouvelle consacré à « L'impact de l'élargissement sur la convergence dans l'Union européenne » dans le numéro 118 du *Bulletin*.

généralement supérieur ou proche de 40 % en 1994-1995, à des niveaux inférieurs à 10 % dès le début de l'année 1997. Cette réduction est particulièrement marquée dans le cas des pays baltes (Estonie, Lettonie, Lituanie), tandis que le mouvement semble plus graduel en Hongrie et en Pologne. Par contre, en République tchèque, l'inflation semble se stabiliser durablement à un niveau proche de 10 %.

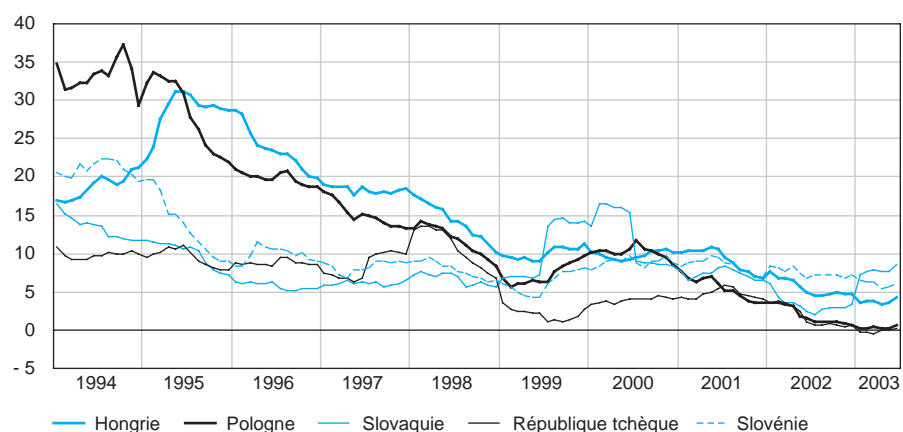
**Graphique 1**  
**Inflation dans les pays baltes**

(glissement annuel en %)

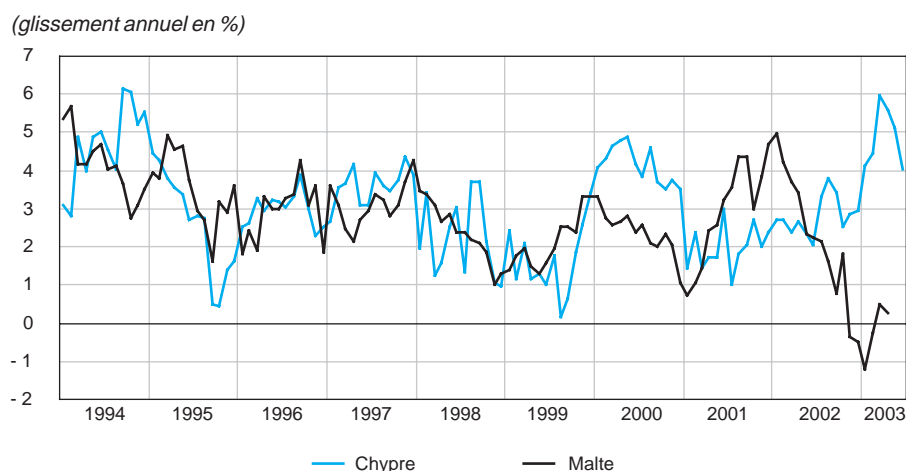


**Graphique 2**  
**Inflation dans les PECO**

(glissement annuel en %)



Graphique 3  
Inflation dans les pays méditerranéens



Source : FMI, *International Finance Statistics*

Après une pause au cours des années 1997 et 1998, le processus de désinflation reprend dans la plupart des PECO, notamment dans les pays baltes durement frappés par l'effondrement de la demande extérieure russe consécutif à la crise de l'automne 1998.

Une succession de chocs d'offre négatifs, notamment énergétiques et agricoles, est cependant à l'origine d'une résurgence temporaire de l'inflation à partir de la mi-1999, à l'instar de ce que l'on observe dans la plupart des pays industrialisés.

Toutefois, la mi-2001 marque le début d'une nouvelle phase de désinflation, particulièrement nette en Hongrie, Pologne, République tchèque ainsi que dans les pays baltes. En juin 2003, certains de ces pays connaissent une situation proche de la stabilité, voire de baisse, du niveau général des prix. La dispersion des taux d'inflation s'est considérablement réduite au cours de ce processus : les glissements annuels sont à présent compris entre un maximum de 8,5 % en Slovaquie et un minimum de -0,4 % en Lituanie <sup>2</sup>.

En apparence, si le rapprochement du rythme de hausse des prix vers la valeur de référence <sup>3</sup> déterminée selon le critère de Maastricht (2,9 % en moyenne sur l'année 2002) ne semble pas hors de portée pour la plupart des pays accédants, on peut néanmoins s'interroger sur la soutenabilité de certains niveaux d'inflation particulièrement bas. D'une part, il existe des facteurs structurels (processus de rattrapage et effets induits de type Balassa-Samuelson ; dérégulation des prix administrés ; homogénéisation de la fiscalité ; alignement des prix agricoles dans le cadre de la Politique agricole commune) qui pourraient impliquer une résurgence

<sup>2</sup> À titre de comparaison, le glissement annuel des prix en janvier 1994 atteint un maximum de 177 % en Lituanie et un minimum de 3,1 % à Chypre.

<sup>3</sup> Moyenne arithmétique des trois meilleures performances en matière d'inflation au sein de l'Union européenne + 1,5 %, selon la définition des critères de Maastricht. Il convient ici de rappeler que ces critères ne s'appliquent que pour l'entrée dans la zone euro.

des pressions inflationnistes à brève échéance (Ådhal, 2003). D'autre part, les choix opérés en matière de politique monétaire et de régime de change recèlent d'éventuels dilemmes qui font l'objet du présent article.

## 2. Contribution de la politique monétaire à la désinflation

Si la désinflation observée dans la plupart des pays accédants trouve en partie son origine dans de nombreux facteurs non monétaires, les stratégies de politique monétaire, y compris les objectifs de change, ont également joué un rôle fondamental dans l'orientation des prix et des anticipations des agents.

### *Persistance de l'inflation*

Une façon simple de caractériser la dynamique des prix dans les pays accédants et d'en inférer la contribution de la politique monétaire est d'analyser le degré de persistance de l'inflation.

On s'attend, en théorie <sup>4</sup>, à ce que le passage à une situation de faible inflation augmente le degré de persistance de l'inflation, au sens où un choc inflationniste non anticipé aura un impact durable, voire permanent, sur le niveau de l'inflation. En effet, l'éventuelle présence de rigidités nominales à la baisse des prix et des salaires peut rendre de plus en plus coûteuse, en termes économiques et sociaux, la poursuite du mouvement de baisse des prix alors que ceux-ci sont déjà bas.

En s'appuyant sur des travaux récents d'Orphanides et Williams (2002) ou de Jaeger (2003), on peut chercher à mettre en évidence le degré de persistance de l'inflation à partir d'une modélisation simple de la dynamique des prix :

$$\pi_t = (1 - \phi) \pi^* + \phi \pi_{t-12} + \eta_t \quad (1)$$

où  $\pi_t$  représente le glissement annuel des prix à la consommation. Le degré de persistance de l'inflation est déterminé par le paramètre  $\phi$ , qui mesure la relation entre l'inflation courante et l'inflation retardée de 12 mois <sup>5</sup>. Pour  $|\phi| < 1$ ,  $\pi^*$  correspond au taux d'inflation à long terme, *i.e.* en régime permanent. On peut également interpréter ce paramètre comme la cible d'inflation de long terme des autorités monétaires. Enfin,  $\eta_t$ , le terme d'erreur, représente la séquence des chocs non corrélés sur l'inflation, que l'on suppose de moyenne nulle et d'écart-type  $\sigma_\eta$ .

En partie, la dynamique des prix, telle que traduite par l'équation (1), est directement influencée par le comportement des banques centrales. En effet, ces dernières précisent généralement, dans le cadre de leur stratégie de politique monétaire, leur

<sup>4</sup> Voir par exemple Akerlof, George, W. T. Dickens et G. L. Perry (1996) : « *The Macroeconomics of Low Inflation* », Brookings Papers on Economic Activity, n° 1 ou Ball, Lawrence (1991) : « *The Genesis of Inflation and the Costs of Disinflation* », Journal of Money, Credit and Banking, n° 23, vol 2, août.

<sup>5</sup> Les données étant mensuelles, on s'attache à la relation qui unit les glissements annuels des prix sur deux périodes consécutives ne se chevauchant pas.

objectif pour  $\pi^*$  et peuvent ajuster l'orientation de leur politique monétaire en fonction des déviations observées ou anticipées de l'inflation par rapport à cet objectif. Elles peuvent également accommoder les chocs exogènes ( $\eta_t$ ) en fonction de leur nature et de leur ampleur ( $\sigma_{\eta}$ ), de façon à limiter la volatilité de l'inflation courante. Enfin, elles peuvent agir sur le degré de persistance de l'inflation ( $\phi$ ). Par exemple, si elles désirent ramener le taux d'inflation au point médian d'une fourchette cible à un horizon d'un an et demi à deux ans, les chocs affectant la valeur courante de l'inflation seront inversés sur cette période. En conséquence, il n'y aura pas de corrélation ( $\phi = 0$ ), voire une corrélation négative ( $\phi < 0$ ), entre l'inflation actuelle et l'inflation retardée. En revanche, dans le cas où les autorités monétaires ne s'engagent pas à maintenir un objectif de stabilité des prix, une accélération de l'inflation présente tend à être persistante et l'on observera une liaison positive entre inflations actuelle et passée. Par contre, si ces mêmes autorités accentuent le caractère préventif de leur politique monétaire, elles pourront éventuellement réduire la valeur du paramètre  $\phi$ .

Bien évidemment, les banques centrales ne disposent pas d'un parfait contrôle sur chacun de ces paramètres. Les anticipations d'inflation, les chocs exogènes et le degré de persistance sont déterminés par de nombreux autres facteurs, à la fois conjoncturels et structurels, sur lesquels la politique monétaire n'a guère de prise. Il faut donc se garder d'une interprétation trop littérale des résultats présentés par la suite.

Malgré ces réserves, l'estimation de l'équation (1) fournit des informations sur la contribution de la politique monétaire à la désinflation. Cette estimation, réalisée pour l'ensemble des pays accédants, ainsi que la zone euro à titre comparatif, est conduite sur la période allant de janvier 1997 à juin 2003, c'est-à-dire une fois estompés les épisodes d'hyperinflation relatifs à la phase initiale de transition. Elle délivre les résultats suivants.

### Persistance de l'inflation

Estimation sur la période 1997-2003

Pays accédants	$\phi$	$\pi^*$	$\sigma_{\eta}$	R <sup>2</sup> ajusté	$\sigma_{\pi}$	Inflation courante
Estonie	<b>0,29</b>	<b>4,3</b>	2,3	0,44	3,1	0,3
Lettonie	<b>0,39</b>	<b>2,0</b>	1,1	0,80	2,5	3,8
Lituanie	<b>0,32</b>	<i>0,6</i>	1,8	0,71	3,4	- 0,4
Hongrie	<b>0,71</b>	<b>3,4</b>	4,5	0,78	2,1	4,3
Pologne	<b>0,75</b>	0,0	2,8	0,66	4,9	0,6
Slovaquie	- <b>0,46</b> (a)	<b>7,9</b>	3,3	0,12	3,5	8,5
Slovénie	- <i>0,18</i>	<b>7,8</b>	1,3	0,03	1,3	6,0
République tchèque	<b>0,33</b> (b)	<b>3,8</b>	3,6	0,09	3,8	0,3
Chypre	- <b>0,52</b>	<b>2,8</b>	1,1	0,20	1,2	4,0
Malte	- <b>0,91</b>	<b>2,5</b>	0,9	0,47	1,2	0,3
Zone euro	<b>0,52</b>	<b>1,9</b>	0,46	0,41	0,60	1,9

NB : en gras, les coefficients significatifs au seuil de 5 % , en italique au seuil de 10 %

(a) Cumul des retards à 12 et 24 mois

(b) Inflation retardée de 2 ans

Source : FMI International Finance Statistics

Estimation : Banque de France

Bien que très simple, l'équation (1) semble capter, de façon globalement satisfaisante, la dynamique des prix dans la plupart des pays accédants, hormis dans le cas de la Slovaquie, de la Slovénie et de la République tchèque où son pouvoir explicatif est pratiquement nul.



L'estimation du degré de persistance de l'inflation permet de dégager plusieurs groupes : les pays baltes, auxquels s'ajoute la République tchèque, semblent se caractériser par un faible degré de persistance de l'inflation par rapport à celui de la zone euro. À l'inverse, la Hongrie et la Pologne paraissent présenter un degré élevé de persistance des chocs, précédemment illustré par le caractère graduel de leur processus de désinflation. Enfin, la Slovaquie et les deux pays méditerranéens font apparaître une liaison négative significative entre inflations courante et passée.

Dans leur ensemble, ces économies paraissent également frappées par des chocs d'inflation ( $\sigma_\eta$ ) largement supérieurs à ceux observés dans la zone euro. L'une des explications pourrait résider dans le fait que les banques centrales des pays accédants doivent accommoder le rythme de leur convergence nominale à celui de leur convergence réelle. Ce résultat reflète aussi, et peut-être principalement, la caractéristique de « petites économies ouvertes », donc plus sensibles aux chocs externes — en particulier pétroliers —, de l'ensemble de ces pays. Il en résulte une volatilité plus marquée de l'inflation observée ( $\sigma_\pi$ ).

Enfin, les estimations de  $\pi^*$  permettent, elles aussi, de distinguer plusieurs groupes de pays : ceux dont l'inflation de long terme serait faible, peu éloignée de leur inflation courante (observée en juin 2003), comme la Lettonie, la Hongrie et Chypre ; un deuxième groupe rassemblant les pays à inflations de long terme et courante élevées, telle que la Slovaquie et la Slovénie, dont il semble également que la dynamique observée des prix est en ligne avec l'inflation de long terme mais dont le niveau est substantiellement plus élevé que celui de la valeur de référence du traité de Maastricht ; un troisième groupe, composé de l'Estonie, la République tchèque et Malte, dans lequel l'inflation de long terme serait substantiellement supérieure à l'inflation courante, ce qui soulève quelques interrogations sur la soutenabilité des bas rythmes actuels d'inflation ; enfin, la Pologne et la Lituanie, où l'inflation de long terme serait non significativement différente de zéro, c'est-à-dire largement inférieure à celle de la zone euro, ce qui, dans le cadre très simplifié qui est ici retenu, pourrait être interprété comme une faible crédibilité des objectifs d'inflation.

Ces résultats sont cependant fragiles et sans doute peu robustes aux changements de régimes que constituent la phase de convergence et, ultérieurement, l'accession à l'Union européenne.

Par ailleurs, le paramètre  $\pi^*$  ne peut, à lui seul, être identifié à une ancre nominale. Il convient, en particulier si l'on cherche à mieux caractériser les stratégies de politique monétaire adoptées par les pays accédants et leur contribution à la désinflation, d'identifier plus précisément les variables qui assurent cette fonction. Or, les stratégies monétaires mises en œuvre dans les pays accédants offrent une palette complète, du *currency board* au ciblage d'inflation.

### *Les différentes stratégies de politique monétaire*

Le tableau ci-après récapitule les principales caractéristiques des stratégies de politique monétaire, incorporant le choix du régime de change.

## Stratégies de politique monétaire

	Cibles d'inflation / monétaire / autres	Régime de change
Estonie	– Caisse d'émission ( <i>Currency board</i> )	– depuis 1992, <i>currency board</i> strict (en euro depuis 1999).
Lettonie	– Ancrage nominal par le change (DTS)	– jusqu'en 1994 : régime de change flottant – depuis 1994 : régime de change fixe vis-à-vis du DTS (29 % d'euro) officialisé en 1997
Lituanie	– <i>Currency board</i>	– jusqu'en 1994, régime de change flottant – depuis 1994, <i>currency board</i> strict, en euro depuis 2002
Hongrie	Cible d'inflation depuis 2001 : – 7% (+/- 1 %) à horizon de déc. 2001 – 4,5 % (+/- 1 %) pour déc. 2002 – 3,5 % (+/- 1 %) pour 2003 et 2004 – autour de 2 % en 2005 - 2006	– jusqu'en 1995 : régime de change fixe – de 1995 à 2001 : <i>crawling peg</i> à bandes larges – depuis 2001 : régime de change fixe vis-à-vis de l'euro, avec bandes de fluctuations de +/- 15 %
Pologne	Cible d'inflation depuis 1998 : – 6,4 à 7,8 % en 1999 – 5,4 à 6,8 % en 2000 – 6 à 8 % en 2001 – 4 à 6 % en 2002 – 2,5 % (+/- 1 %) à moyen terme	– jusqu'en 1991 : régime de change fixe – de 1991 à 1995 : <i>crawling peg</i> – de 1995 à 2000 : <i>crawling peg</i> à bandes larges – depuis 2000 : régime de change flottant
Slovaquie	– approche multivariée : cible d'inflation implicite (inflation sous-jacente) et suivi de la masse monétaire	– jusqu'en 1997 : régime de change fixe – en 1996 et 1997 : <i>crawling peg</i> à bandes de +/- 7 % – depuis 1998 : flottement géré
Slovénie	– cible informelle d'inflation à moyen terme – norme de progression monétaire <i>M3</i> de 4 % – suivi d'indicateurs dont le taux de change	– depuis 1992, flottement géré : <i>crawling peg</i> de fait vis-à-vis du deutschemark puis de l'euro
République tchèque	Cible d'inflation depuis 1997 : – 5,5 à 6,5 % en 1998 – 4 à 5 % en 1999 – 3,5 à 5,5 % en 2000 – 2 à 4 % à fin 2005	– jusqu'en 1996 : régime de change fixe – 1996 : <i>crawling peg</i> à bandes de +/- 7,5 % (panier composé à 65 % de deutschemark et à 35 % de dollar) – de 1997 à 2001 : flottement géré – depuis 2001 : régime de change flottant
Chypre	– Ancrage nominal par le change	– jusqu'en 2001, régime de change fixe vis-à-vis du deutschemark puis de l'euro avec bandes de fluctuations de +/- 2,25 % – depuis 2001, régime de change fixe vis-à-vis de l'euro avec bandes de fluctuations de +/- 15 %
Malte	– Ancrage nominal par le change	– change fixe vis-à-vis d'un panier de monnaie, composé à 70 % d'euro

Sources : Banques centrales nationales ; *FMI International Finance Statistics* ; Schaechter *et alii* (2000) ; Jonas et Miskhin (2003)

Les stratégies de politique monétaire adoptées dans les pays accédants couvrent un très large spectre, allant de celles reposant sur une règle clairement spécifiée — cas des caisses d'émission (*currency boards*) — aux plus discrétionnaires — approches multivariées ou implicites — pour reprendre la taxonomie de Blinder *et alii* (2001). Il est donc difficile, dans la mesure où l'ensemble des pays accédants est parvenu à contenir avec succès les pressions inflationnistes, de dégager une stratégie de politique monétaire optimale.

Toutefois, il ressort de ce tableau que, dans la plupart des cas, la désinflation a été avant tout obtenue à l'aide d'un ancrage nominal par le change. Ce constat est cependant à nuancer dans le cas de la Slovénie, voire la Slovaquie, qui ont aussi utilisé, semble-t-il avec succès, un ancrage monétaire.

En termes de régimes de change, les stratégies adoptées ont évolué au cours du temps. Une distinction pourrait être opérée en fonction de la taille des économies considérées.

Les plus grands pays ont pratiquement tous évolué vers une stratégie de ciblage de l'inflation et ont adopté un régime de change flottant. En effet, le régime de change fixe s'est avéré difficilement soutenable, en raison notamment de l'ampleur des déficits courants et des tensions sur les marchés de change (attaques spéculatives sur les couronnes tchèque et slovaque en 1997 et 1998)<sup>6</sup>. L'adoption du régime de change flottant s'est donc peu à peu généralisée, mais le flottement de la devise est généralement géré par les autorités, qui ont pour objectif implicite une stabilisation du taux de change nominal avec l'euro. Seule la Hongrie a, de fait, adopté, depuis 2001, un régime de taux de change fixe vis-à-vis de l'euro, avec des bandes de fluctuations de +/- 15 %.

*A contrario*, les petits pays ont adopté, dès le début de la phase de désinflation, et conservé par la suite une stratégie de politique monétaire reposant sur un ancrage nominal par le taux de change. Ainsi, l'Estonie et la Lituanie ont mis en place, respectivement en 1992 et 1994, un *currency board*, système dans lequel la base monétaire est indexée sur les réserves de change<sup>7</sup>, afin, en particulier, de juguler l'hyperinflation. La Lettonie, Chypre et Malte ont également adopté un système d'ancrage nominal par le change fondé sur une parité fixe de leur devise vis-à-vis de l'euro (panier de monnaie composé à 70 % d'euro dans le cas de Malte).

### Désinflation et politique monétaire

#### Le rôle prépondérant des taux de change

Quelle que soit la stratégie de politique monétaire retenue ou le régime de change mis en place, les pays accédants d'Europe centrale et orientale ont tous connu une très forte appréciation de leur taux de change réel, tandis que, dans le même temps, le taux de change réel des pays méditerranéens paraissait globalement stable (cf. graphiques ci-après).

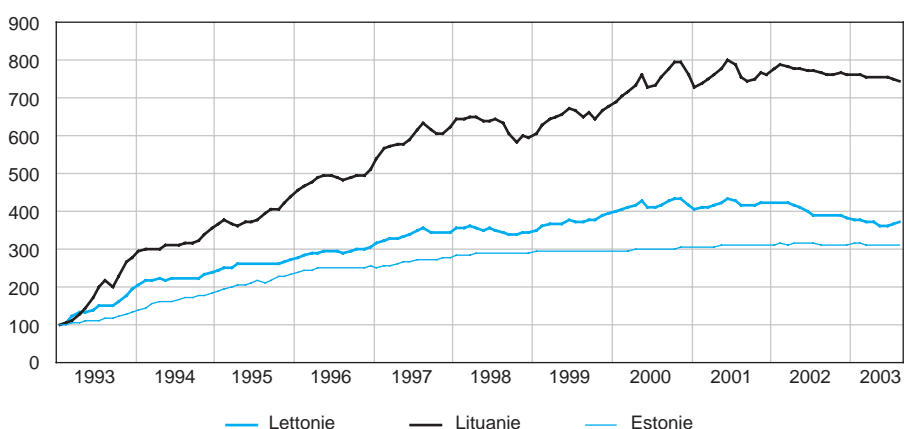
<sup>6</sup> À titre d'illustration, le déficit courant atteint, en 1994, près de 10 % du PIB en Hongrie. Dès mars 1995 débute un programme d'ajustement comprenant notamment une dévaluation de 9 %. Le déficit courant tchèque s'élève, quant à lui, à plus de 7 % du PIB en 1996 avant que ne soit adopté, à partir de mai 1997, un système de flottement géré dont la mise en place est accompagnée par une dépréciation de l'ordre de 12 % de la couronne tchèque. Un déficit courant de l'ordre de 10 % est également observé en Slovaquie en 1997, avant le déclenchement des attaques spéculatives contre la devise slovaque.

<sup>7</sup> Dans le système du *currency board*, les autorités monétaires s'engagent à échanger la devise nationale contre une devise étrangère définie à un taux fixe garanti, ce qui revient en pratique à renoncer à une politique monétaire autonome.

Graphique 4

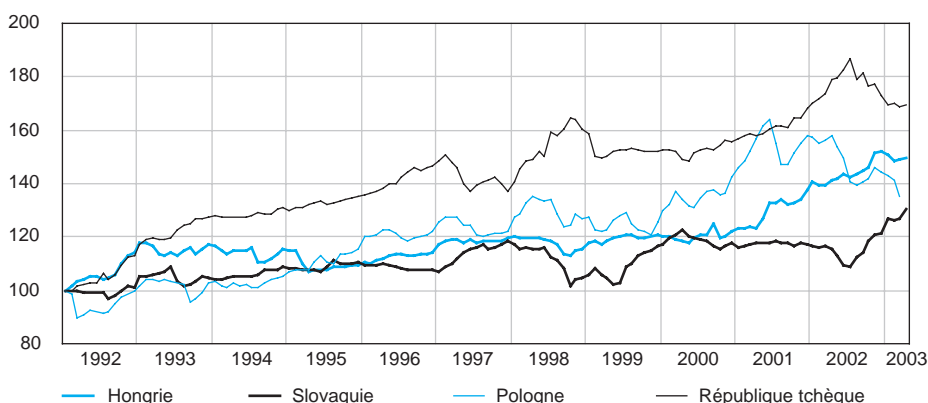
**Taux de change réel par rapport à l'euro pour les pays baltes**

Base 100 en janvier 1993

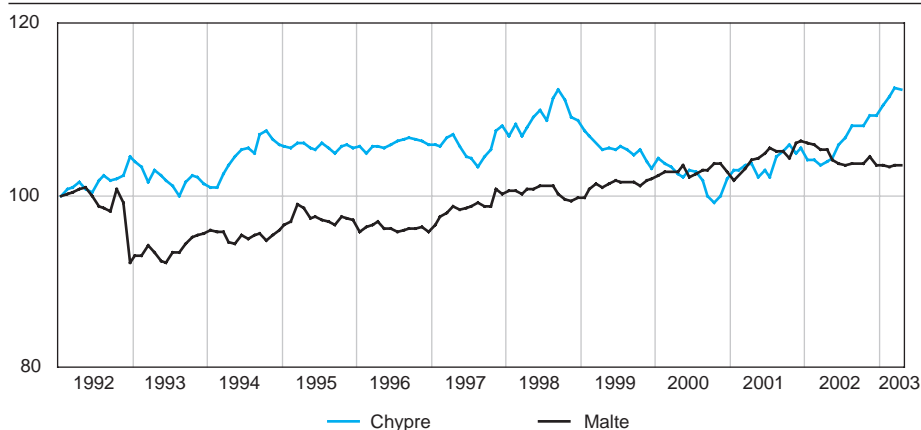


Sources : BCE, FMI, Banque de France

Graphique 5

**Taux de change effectif réel dans les pays d'Europe centrale**

Graphique 6

**Taux de change effectif réel pour Chypre et Malte**Sources : BCE, FMI  
Réalisation : Banque de France

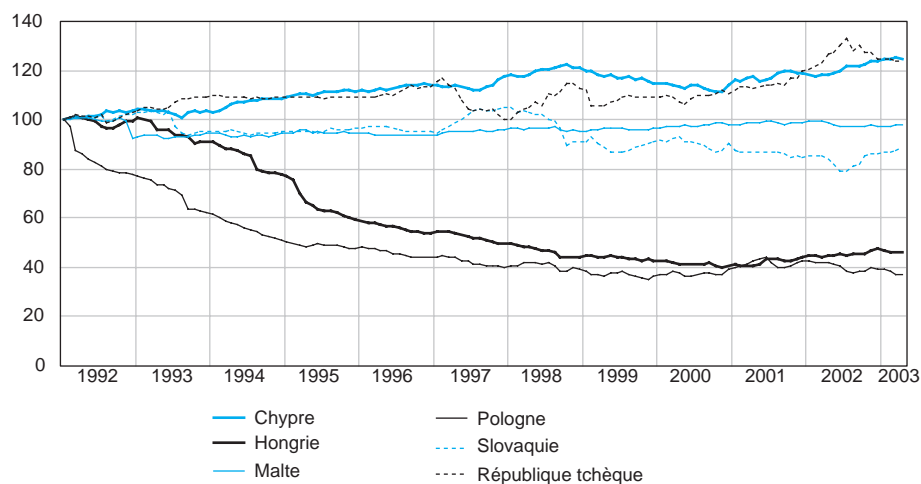
Dans le cas des PECO, il semble que l'appréciation ait été d'autant plus forte que le régime de change adopté était contraignant : les pays baltes à *currency board* semblent connaître une appréciation réelle substantiellement plus forte que celle des pays en régime de change fixe, dont l'appréciation de la monnaie paraît elle-même plus marquée que pour les pays ayant finalement opté pour un régime de change flottant<sup>8</sup>. Ce constat doit cependant être nuancé dans le cas des pays baltes, pour lesquels nous ne disposons que du taux de change réel vis-à-vis de l'euro et non exprimé en termes effectifs comme pour les autres pays.

En outre, il semble qu'à partir de l'année 2001, la Hongrie et la République tchèque connaissent une nouvelle phase d'appréciation réelle plus marquée que ce que l'on observe dans les autres pays, imputable en particulier aux importants flux d'investissements directs.

L'appréciation du taux de change réel peut s'effectuer par deux canaux : soit par celui du taux de change nominal, soit par celui du niveau des prix relatifs (c'est-à-dire par un écart d'inflation entre prix intérieurs et prix étrangers)<sup>9</sup>.

Dans le cas des pays ayant opté pour un *currency board* ou un régime de change fixe, l'appréciation du taux de change réel transite essentiellement par un ajustement des prix relatifs. Ce mécanisme illustre en particulier la trajectoire des pays baltes, qui ont connu, au début de leur phase de transition, des taux d'inflation très élevés.

**Graphique 7**  
**Taux de change effectif nominal**  
Base 100 : 1992



Source : FMI  
Réalisation : Banque de France

<sup>8</sup> Cf. sur ce point Coudert et Couharde (2002).

<sup>9</sup> Le taux de change réel est défini par le produit du taux de change nominal et du rapport des prix intérieurs aux

prix étrangers, soit  $Q_t = S_t \times \frac{P_t}{P_t^e}$ . Exprimée en logarithme, cette relation devient :  $q_t = s_t - p_t - p_t^e$ .

Une variation du taux de change réel s'exprime donc comme la somme de la variation du taux de change nominal et de l'écart entre inflations intérieure et étrangère.

D'autres pays se sont orientés, parfois du fait des pressions exercées sur leur parité, vers des régimes plus flexibles. La Hongrie et la Pologne ont ainsi adopté un mécanisme de *crawling peg*, qui permet notamment de contenir les pressions inflationnistes en pilotant une dépréciation continue et pré-annoncée du taux de change nominal. En revanche, les autres pays sont parvenus à maintenir, au cours de la dernière décennie, une remarquable stabilité de leur taux de change effectif nominal, en dépit parfois d'attaques spéculatives (cf. Slovaquie et République tchèque en 1997 et 1998).

Pour certains pays, comme la Hongrie et la Pologne, voire la Slovénie, le processus plus graduel de désinflation ne s'explique pas uniquement par les stratégies de change mais pourrait également provenir de la préférence des autorités monétaires de ces pays pour des objectifs de stabilité interne des prix et de compétitivité sur les marchés extérieurs.

#### ***La mise en œuvre de politiques monétaires actives accordant un rôle limité à l'ancrage monétaire***

Formellement, seule la Slovénie semble avoir fondé en partie sa stratégie de politique monétaire sur un ciblage monétaire, *via* une norme de progression de l'agrégat *M3* de 4 % par an. Cependant, il semble que des approches plus discrétionnaires, comme en Slovaquie, accordent également une place aux agrégats monétaires dans l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Au total, les évolutions de la masse monétaire ne semblent avoir joué qu'un rôle secondaire dans l'apparition de l'inflation au début des années quatre-vingt-dix, même si quelques auteurs ont pu parfois associer les poussées inflationnistes au laxisme monétaire caractérisant certains de ces pays au moment de la phase de transition (cf. Dabrowski, 1998). Pour l'essentiel, le choc d'inflation semble imputable à la libéralisation des échanges et à la déréglementation des prix.

Toutefois, comme le montre l'exemple des pays d'Europe centrale et notamment de la Pologne, cette libéralisation des prix a parfois été accompagnée d'une forte croissance monétaire (cf. graphiques ci-après). En outre, la phase de désinflation ne semble avoir réellement débuté que lorsque le rythme annuel de progression des agrégats monétaires, ici mesurés par *M2* — supérieur à 100 % par an dans certains pays —, est revenu à des niveaux raisonnables. Ce fut le cas pour la Pologne dès 1993, ainsi que la Hongrie à partir de 1995, la Slovaquie et la République tchèque à partir de 1998. En ce qui concerne les pays plus petits, tels que les pays baltes, le lien entre monnaie et prix semble en revanche plus lâche, notamment du fait du rôle important joué par le taux de change dans le mécanisme de formation des prix.

Devant les difficultés associées au ciblage monétaire, certains pays, comme la République tchèque, la Pologne et plus récemment la Hongrie ont finalement opté pour un ancrage des anticipations reposant sur une cible d'inflation.

Quelle que soit la stratégie de politique monétaire adoptée, le rythme annuel de progression des prix n'est passé sous le seuil de 10 % que lorsque les taux directeurs

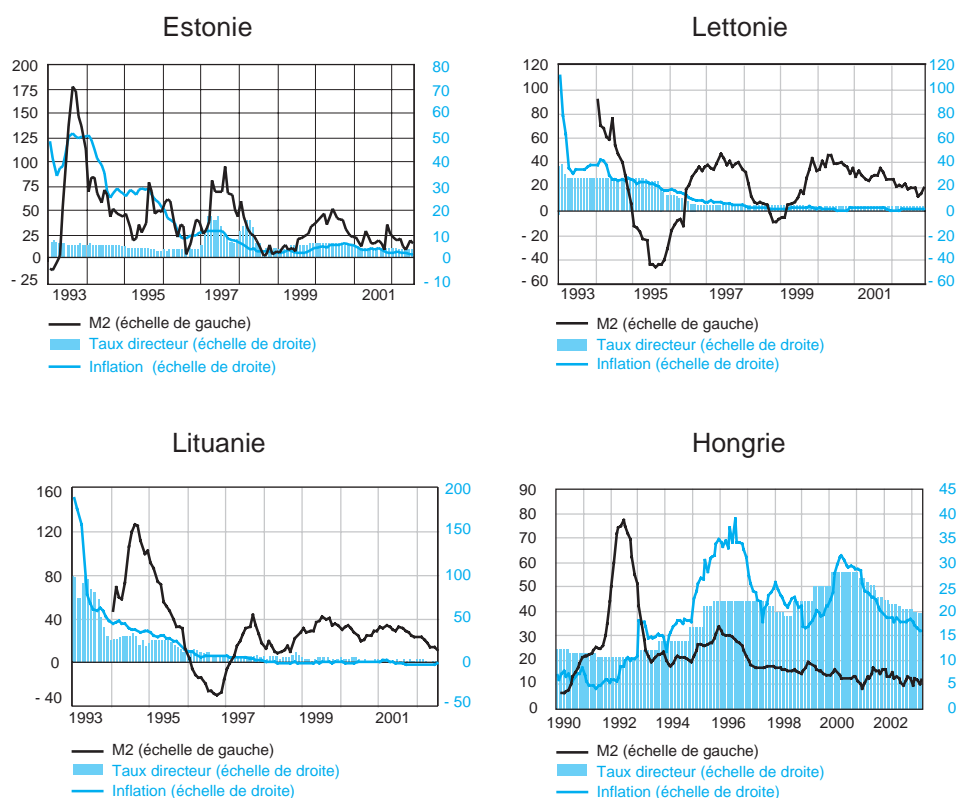
sont devenus durablement et significativement supérieurs aux taux d'inflation (cf. graphiques ci-après).

L'accélération de l'activité économique et l'évolution très dynamique de la demande dans la plupart des pays d'Europe centrale, mais également dans les pays méditerranéens, et la volonté des autorités monétaires de se créer une réputation anti-inflationniste ont nécessité la mise en œuvre de politiques monétaires actives.

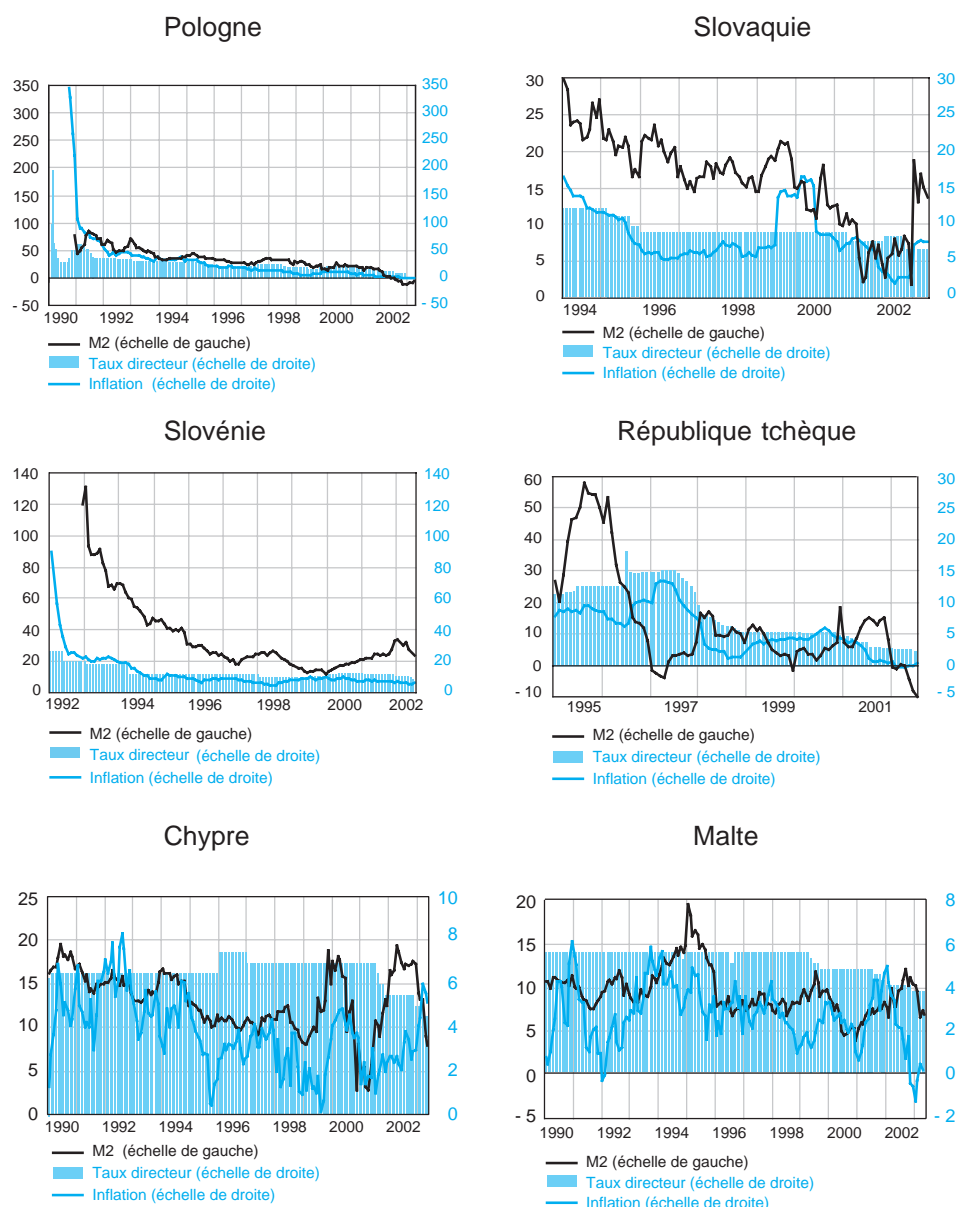
Dans la plupart de ces pays, les taux d'intérêt réels sont devenus très largement positifs à partir de 1997 et le sont restés depuis, apportant une contribution essentielle à la phase de désinflation. Seule une inflexion récente de la politique monétaire en Slovaquie a ramené les taux d'intérêt réels vers des valeurs légèrement négatives depuis le début de l'année 2003.

Ces politiques monétaires actives ont, par ailleurs, permis une stabilisation des anticipations d'inflation à de bas niveaux. À titre d'illustration, l'enquête publiée en septembre 2003 par la société *Consensus Forecast* fait état de prévisions d'inflation de l'ordre de 2,1 % en République tchèque, 2,8 % en Slovaquie et 3 % en Hongrie et Pologne à l'horizon de 2009-2013.

### Politique monétaire et inflation







Source : FMI – *International Finance Statistics (IFS)*

Réalisation : Banque de France

### 3. Enjeux et perspectives à moyen terme

On peut s'interroger sur le caractère soutenable des faibles niveaux d'inflation constatés dans certains pays accédants, en particulier dans un contexte où subsistent de puissants facteurs de hausse des prix (effets de type Balassa-Samuelson, poursuite de la déréglementation des prix administrés, convergence des prix agricoles). Le canal et la façon par lesquels cette appréciation réelle s'effectuera — *i.e. via* le taux de change nominal ou l'inflation — sont susceptibles de soulever certains problèmes, voire dilemmes, de politique monétaire.

En outre, la poursuite éventuelle du mouvement de baisse des taux d'intérêt, dans un contexte où l'inflation n'est pas nécessairement maîtrisée et où la demande intérieure est dynamique, soulève quelques interrogations en termes de stabilité financière.

### *Quelques dilemmes de politique monétaire*

*Par quel canal l'appréciation du taux de change réel peut-elle s'effectuer ?*

Il subsiste dans les pays accédants de puissants facteurs structurels d'appréciation du taux de change réel, principalement liés au processus de convergence réelle et aux effets de rattrapage. Comme par le passé, les régimes de change actuellement en place conditionnent, à très court terme, le canal par lequel peut s'effectuer cet ajustement. Toutefois, à mesure que l'on s'approche de l'accession à l'Union européenne, les contraintes pesant sur cet ajustement pourraient devenir de plus en plus fortes.

Pour les pays ayant adopté un régime de change fixe ou un *currency board*, l'appréciation du taux de change réel ne peut s'opérer par le canal de l'appréciation nominale si l'on suppose la parité actuelle adaptée. Il subsiste donc à court terme un risque d'inflation élevée, en particulier pour les pays ayant adopté un *currency board* et chez lesquels l'appréciation réelle a jusqu'à présent paru la plus forte.

Pour les autres pays, les possibilités d'ajustement sont plus variées. Cependant, elles soulèvent pour certains pays d'autres questions qui se formulent en termes de crédibilité des objectifs, notamment des cibles d'inflation. Elles conduisent également à s'interroger sur les modalités d'appréciation des taux de change nominaux. En effet, les pays ayant opté pour des régimes de change flexible peuvent laisser s'apprécier le change nominal. Si ces pays souhaitent conserver une maîtrise des tensions inflationnistes internes, cette appréciation du taux de change nominal doit s'effectuer sans trop de contraintes. Or, un tel ajustement semble peu compatible avec la volonté manifestée par certains États d'entrer dans le MCE2 avec des marges de fluctuations restreintes.

On peut juger du potentiel d'inflation en considérant le niveau des prix dans les pays accédants, exprimé en termes relatifs par rapport à celui des quinze pays déjà membres de l'Union, en l'absence de modification du taux de change nominal.

Comme on peut le constater dans le tableau ci-après, le niveau des prix dans les pays accédants a fortement progressé au cours de la dernière décennie. Hormis le cas de Chypre — et peut-être de Malte pour lequel on ne dispose cependant pas de données —, dont le niveau des prix est proche de celui des Quinze, le niveau des prix dans les PECO reste inférieur de moitié environ à celui observé dans l'Union européenne.

### Niveau des prix dans les pays accédants

Pays accédants	1989 (a)	1995 (a)	2000	2001 (b)
Estonie	nd	27,2	46,4	51,2
Lettonie	nd	26,6	53,8	52,1
Lituanie	nd	21,3	47,4	47,9
Hongrie	32,9	34,6	45,7	48,7
Pologne	33,5	34,5	54,5	60,9
Slovaquie	38,2	28,6	41,0	42,1
Slovénie	49,3	53,7	66,4	66,6
République tchèque	31,9	29,5	45,7	46,9
Chypre	nd	nd	82,2	89,9
Malte	nd	nd	nd	nd
Union européenne	100	100	100	100

(a) Niveaux relatifs déterminés à partir des déflateurs du PIB, P. BACKE (2002)

(b) Estimations

nd : non déterminé

Sources : OCDE – Eurostat (2003), à partir des prix de la consommation finale des ménages.

Une manière de mesurer les pressions inflationnistes sous-jacentes est d'évaluer la vitesse à laquelle le niveau des prix dans les PECO pourrait converger vers celui de la zone euro en l'absence de modification du taux de change nominal. On ne dispose pas ici de mesures des taux d'inflation anticipés à très long terme, mais si l'on suppose, à titre purement illustratif, que ces taux d'inflation correspondent au paramètre  $\pi^*$  estimé précédemment, on obtient, compte tenu du niveau actuel des prix et en supposant que l'inflation dans la zone euro croîtra au rythme de 1,9 % par an, l'estimation suivante du nombre d'années nécessaires à la convergence en niveau des prix.

### Vitesse de convergence

Pays accédants	$\pi^*$	Nombre d'années nécessaires à la convergence du niveau des prix
Estonie	4,3	28
Lettonie	2,0	–
Lituanie	0,6	–
Hongrie	3,4	49
Pologne	0,0	–
Slovaquie	7,9	15
Slovénie	7,8	7
République tchèque	3,8	41
Chypre	2,8	13

Source : FMI – IFS,

Estimations : Banque de France

Les dilemmes de politique monétaire peuvent alors être posés dans les termes suivants : seuls des rythmes élevés d'inflation sont de nature à permettre une convergence rapide (*i.e.* de l'ordre d'un dizaine d'années) du niveau général des prix, mais de tels niveaux d'inflation sont très largement supérieurs à ceux de la zone euro. Si l'on souhaite contenir les tensions inflationnistes, il faut envisager une période longue de transition ou bien laisser s'apprécier suffisamment le taux de change nominal, mais cela doit *in fine* correspondre à de forts gains de productivité.

*La question des régimes de change*

L'entrée dans le MCE2 soulève à son tour de nombreuses questions <sup>10</sup>. Dans un contexte où existent des pressions inflationnistes sous-jacentes liés à la forte progression de la demande et aux mécanismes de rattrapage, l'entrée en MCE2 implique pour de nombreux pays un changement de régime de change, et éventuellement une mise en cause des politiques monétaires qui avaient pu, jusqu'à présent et avec succès, contenir ces pressions. En effet, les systèmes d'arrimage à des devises autres que l'euro ne sont pas compatibles avec le mécanisme de change européen et il subsiste une incertitude sur la compatibilité des régimes de *currency board*. En outre, les politiques de change deviennent des éléments d'intérêt commun, c'est-à-dire excluant les décisions unilatérales.

Or, les contraintes peuvent s'avérer relativement fortes pour certains États qui devront satisfaire aux critères nominaux tout en adoptant un régime de change devant fonctionner sans préjudice pour l'objectif prioritaire de stabilité des prix, assigné à la Banque centrale européenne. Ces contraintes soulèvent des questions relatives à la soutenabilité des programmes de convergence, tant réelle que nominale, et au calendrier d'entrée dans le mécanisme de change.

*Le choix de la bonne parité vis-à-vis de l'euro*

Il existe une forte incertitude sur ce qu'est la bonne parité vis-à-vis de l'euro et le taux de change approprié au moment de l'entrée dans le mécanisme de change européen. Cette détermination est d'autant plus délicate que les pays accédants, et surtout les PECO, sont dans une phase de fort rattrapage.

D'une part, il existe, en raison de l'asymétrie induite par le Traité lui-même, une forte incitation pour les pays accédants à entrer dans le mécanisme de change avec un taux de change légèrement sous-évalué. En effet, le Traité proscriit toute dévaluation pendant une période de deux années avant l'adoption de l'euro alors qu'il ne disqualifie pas les États dont la devise s'apprécie durant cette même période.

Mais d'autre part, tous les PECO ont connu, au cours de ces dernières années, une très forte appréciation de leur taux de change réel, qui semble généralement, au vu de la littérature consacrée à ce sujet, largement supérieure à ce qui pourrait être imputé à des effets de rattrapage de type Balassa-Samuelson.

L'estimation de tels effets dépasse largement le cadre de cet article et l'on se contentera de ici de citer quelques mesures disponibles dans la littérature <sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Voir l'article de V. Coudert et J-P. Yanitch : « Dix ans de transition des régimes de change des pays d'Europe centrale et orientale candidats à l'Union européenne : bilan et perspectives », *Bulletin de la Banque de France*, n° 99, mars 2002.

<sup>11</sup> Coudert et Couharde (2002). Ce thème sera également abordé dans un article de V. Coudert à paraître dans un prochain *Bulletin*.

### Quelques estimations des effets Balassa-Samuelson dans les pays accédants

Auteur	Backé et alii (2002)	Rother (2000) <sup>12</sup>	Pelkmans et alii (2000) <sup>13</sup>	De Broeck et alii (2001) <sup>14</sup>	Corker et alii (2000) <sup>15</sup>	Simon et alii (1998) <sup>16</sup>
Pays	Hongrie Pologne Slovénie République tchèque	Slovénie	Ensemble des PECO	Ensemble des PECO	Hongrie Pologne Slovaquie Slovénie République tchèque	Hongrie
Effets de Balassa-Samuelson (appréciation réelle ou inflation en point de pourcentage)	0,35 – 9,7	1,5 – 2,0	3,8	0,8 – 1,6	3,0	1,6 – 2,9

Source : Ferdinandusse (2003)

La faible contribution des effets de type Balassa-Samuelson s'explique, en partie, par le fait que les mesures d'appréciation réelle — telles que celles utilisées dans le présent article — s'appuient généralement sur des indices de prix à la consommation, alors qu'elles devraient reposer sur des indices de prix relatifs concernant les seuls biens échangeables, ce qui tend à en surestimer l'ampleur. Mais il subsiste tout de même une incertitude sur le caractère structurel ou simplement transitoire de ce phénomène.

S'il est difficile de conclure sur ce point, de telles incertitudes incitent à s'interroger sur l'opportunité d'une entrée rapide dans le MCE2 à la suite de l'accession à l'Union européenne.

### Enjeux de stabilité financière

La situation des pays accédants, notamment des PECO, présente quelques traits communs avec des économies développées, telles que le Royaume-Uni de la fin des années quatre-vingt, les pays scandinaves au début des années quatre-vingt-dix, ou des économies émergentes, comme les pays d'Amérique latine ou d'Asie du Sud-Est dans les années quatre-vingt-dix.

Ces caractéristiques communes sont l'importance des flux de capitaux, l'ampleur des déficits courants, l'insuffisance de l'épargne nationale et le dynamisme de la demande intérieure et du crédit, notamment à destination des ménages. L'expérience semble montrer qu'un lien existe entre, d'une part, ces flux de capitaux massifs et, d'autre part, le dynamisme du crédit, qui, dans les cas mentionnés ci-dessus, a conduit à une forte instabilité du prix des actifs, notamment immobiliers, et à une

<sup>12</sup> Rother (P.C.) (2000) : « *The Impact of Productivity Differentials on Inflation and the Real Exchange Rate: An Estimation of the Balassa-Samuelson Effects in Slovenia* », FMI – Staff Report for the 1999 article IV.

<sup>13</sup> Pelkmans (J.), Gros (D.) et Nunez Ferrer (J.) (2000) : « *Long-Run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement* », WRR working Document W109, The Hague.

<sup>14</sup> de Broeck (M.) et Sløk (T.) (2001) : « *Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries* », FMI, working paper n° 56 / 01, mai.

<sup>15</sup> Corker (R.), Beaumont (C.), van Elkan (R.) et Iakova (D.) (2000) : « *Exchange Rate Regime in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU accession* », FMI, Policy Discussion Paper n° 00 / 3, avril.

<sup>16</sup> Simon (A.) et Kovacs (M.A.) (1998) : « *Components of real exchange rate in Hungary* », NBH working paper, n° 3, mars.

fragilisation croissante du secteur bancaire par lequel ces flux de capitaux extérieurs ont transité (cf. par exemple Guerra de Luna, 2001). Ces épisodes de forte volatilité des prix d'actifs ont conduit, dans la plupart des cas, à une crise bancaire, voire plus largement à une crise financière.

On observe généralement qu'une part importante des capitaux d'origine étrangère est à l'origine d'une forte expansion du crédit, qui permet à son tour l'achat de biens, en particulier non échangeables. C'est le cas des biens immobiliers qui possèdent, en outre, plusieurs caractéristiques importantes. Leur part dans la richesse et la dépense des agents est importante et ils peuvent servir de collatéraux ou de garanties dans les transactions financières. Mais, dans le même temps, les amples fluctuations de prix de ces biens fragilisent la situation économique des agents. Par ailleurs, l'éventualité d'un rapatriement massifs des capitaux expose ces secteurs à des pertes financières importantes.

Il est sans doute abusif de généraliser un tel enchaînement et de l'appliquer au cas particulier des pays accédants à l'Union européenne. En effet, les flux d'investissements directs ont pallié l'insuffisance d'épargne nationale et permis le financement d'investissements productifs, favorables à la croissance économique et à la convergence réelle. Néanmoins, les risques de surchauffe sont bien présents. Ils pourraient être accentués par une éventuelle poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt.

S'il existe de nombreux facteurs non monétaires à l'origine de la désinflation observée dans les pays accédants au cours des dix dernières années, il semble cependant que l'on puisse attribuer à la politique monétaire une part non négligeable dans l'accomplissement de ce processus.

En la matière, les progrès accomplis ont été considérables et, à la mi-2003, cinq pays sur dix connaissent des rythmes d'inflation inférieurs à ceux de la zone euro.

L'un des dilemmes qui se pose aux pays accédants souhaitant conserver de bas niveaux d'inflation et poursuivre leur convergence réelle est d'accepter des taux d'intérêt réels élevés, ce qui implique de forts gains de productivité et nécessite donc d'importantes réformes structurelles.

Les difficultés mentionnées dans cet article militent en faveur d'une attitude pragmatique de ces pays au moment de l'accession et suggèrent l'adoption d'un calendrier raisonné en ce qui concerne l'entrée dans le MCE2. En particulier, une entrée trop rapide dans le mécanisme de change pourrait s'avérer peu soutenable et inappropriée, compte tenu de l'importance des écarts structurels existant entre ces pays et ceux de la zone euro.

## Références

Ådahl (M.) (2003) : « *Sustainability of low inflation in candidate countries* », note interne préparée pour le Comité des relations internationales de la BCE, Sveriges Riksbank, juillet.

Backé (P.) (2002) : « *Disinflation in Central and Eastern European EU Accession Countries* », Conférence de la Banque nationale de Pologne « *Economic policy directions in the OECD countries and emerging markets* », Varsovie, 21 et 22 mars.

Backé (P.), Fidrmuc (J.), Reininger (T.) et Schardax (F.) (2002) : « *Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries* », Working Paper, n° 61, Banque nationale d'Autriche, février.

Blinder (A.), Goodhart (C.), Hildebrand (P.), Lipton (D.) et Wyplosz (C.) (2001) : « *How Do Central Banks Talk ?* », ICMB – CEPR, Geneva Reports on the World Economy.

Coudert (V.) et Couharde (C.) (2002) : « *Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership* », document de travail du CEPII, décembre, à paraître dans la Revue économique, numéro spécial « *Monetary Areas* », en octobre 2003.

Dabrowski (M.) (1998) : « *Disinflation Strategies in Transition Economies and Their Effectiveness* », mimeo, Center For Social and Economic Research, Varsovie.

Ferdinandusse (2003) : « *Wie is er bang voor Balassa-Samuelson ? Een reactie op De Jong en Schmitz* », Maandschrift Economie cité dans l'étude de la Banque d'Espagne, de la Banque de France, de la Banque nationale du Danemark et de la Banque des Pays-Bas : « *Exchange rate flexibility versus fixity and challenges towards ERM II* », note interne préparée pour le Comité des relations internationales de la BCE, août 2003.

Guerra de Luna (A.) (2001) : « *Capital Inflows, Real Estate Cycles and Mortgage Crises : an International Perspective* », mimeo, Banque du Mexique, septembre.

Jaeger (A.) (2003) : « *The ECB's Money Pillar: An assessment* », IMF Working Paper, n° 82, avril.

Jonas (J.) et Mishkin (F. S.) (2003) : « *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects* », NBER Working Paper, n° 9667, avril.

Orphanides (A.) et Williams (J.C.) (2002) : « *Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy* », Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System, mai.

Schaechter (A.), Stone (M. R.) et Zelmer (M.) (2000) : « *Adopting Inflation Targeting : Practical Issues for Emerging Market Countries* », IMF Occasional paper, n° 202.



# Enquête financière – Troisième trimestre 2003

## Méthodologie de l'enquête

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

## Vue d'ensemble

Les principales évolutions financières intervenues au cours du troisième trimestre 2003 peuvent être résumées comme suit :

- les taux débiteurs pratiqués par les établissements bancaires ont légèrement diminué pour l'ensemble de la clientèle ;
- les conditions créditrices se sont également détendues, notamment pour les particuliers ;
- les marges bancaires se sont quelque peu réduites, en dépit d'un relèvement des prix des services.

### *Situation des entreprises et des particuliers*

Selon les établissements bancaires interrogés, la situation de la trésorerie des entreprises s'est détendue, en particulier pour les grandes entreprises.

Les crédits à moyen et long termes ont faiblement progressé afin de financer une timide reprise des investissements.

Le patrimoine financier des particuliers s'est renforcé, en liaison, notamment, avec la revalorisation des portefeuilles.

Les taux très attractifs ont favorisé un recours accru aux prêts à court et moyen termes, entraînant une légère progression de l'endettement des ménages.

Au quatrième trimestre 2003, les établissements de crédit s'attendent à un raffermissement de la demande globale de crédits.

*Direction de la Conjoncture  
Service des synthèses conjoncturelles*



## 1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du troisième trimestre, la concurrence entre les établissements de crédit est jugée, dans l'ensemble, plus vive qu'au deuxième trimestre, notamment en ce qui concerne la distribution de crédits accordés aussi bien aux entreprises qu'aux particuliers.

On observe une baisse de la rémunération des placements, notamment pour les particuliers, sensiblement plus marquée que celle enregistrée pour les conditions débitrices.

Les prix des services ont été légèrement revalorisés, notamment en ce qui concerne les entreprises.

Les marges bancaires ont peu varié par rapport au trimestre précédent.

Au cours des prochains mois, selon les établissements bancaires interrogés, une progression plus soutenue de la demande de crédit devrait être observée, grâce, notamment, à une légère reprise des investissements émanant des entreprises et au dynamisme persistant de la demande de crédits immobiliers aux particuliers.

### Le comportement des établissements de crédit

	<i>(solde des opinions)</i>							
	2001				2002			
	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.
Rémunération des placements								
des particuliers	- 10	8	1	- 14	- 26	- 23	- 26	- 26
des entreprises	- 12	3	2	- 16	- 26	- 24	- 29	- 18
Taux des crédits								
aux particuliers	- 19	17	- 5	- 38	- 44	- 43	- 54	- 5
aux entreprises	- 19	21	6	- 18	- 36	- 21	- 43	- 4
Prix des services								
aux particuliers	3	8	14	16	19	16	9	5
aux entreprises	5	7	14	17	11	18	4	8
Marges bancaires	5	- 8	- 7	3	- 1	- 16	- 9	- 4
Évolution prévue de la demande de crédit	1	15	18	- 3	14	5	18	22

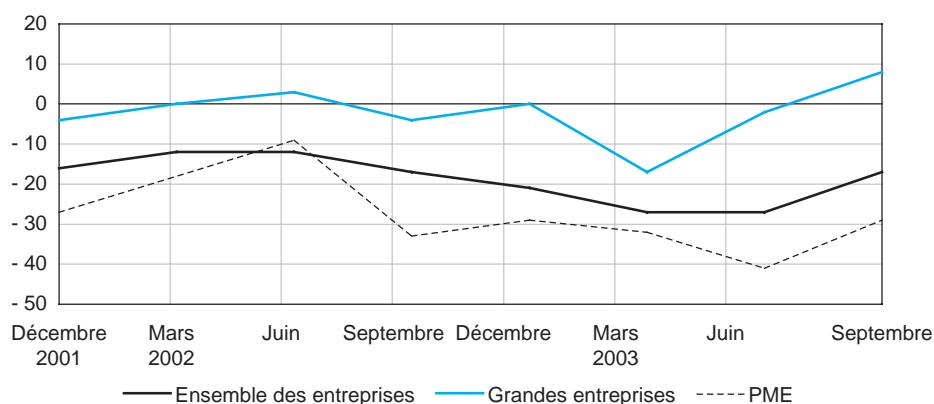
## 2. Le comportement des entreprises

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

	2001	2002	2003					
	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	- 16	- 12	- 12	- 17	- 21	- 27	- 27	- 17
Grandes entreprises	- 4	0	3	- 4	0	- 17	- 2	8
PME	- 27	- 18	- 9	- 33	- 29	- 32	- 41	- 29
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	- 15	- 6	- 8	- 31	- 21	- 21	- 15	- 23
Grandes entreprises	- 11	1	- 6	- 18	- 4	- 16	3	11
PME	- 18	- 10	- 11	- 35	- 27	- 24	- 16	- 26
Difficultés de paiement	12	6	16	23	21	17	17	15
Résultats bruts d'exploitation	- 35	- 27	- 29	- 37	- 31	- 41	- 41	- 39
Besoins en fonds de roulement	24	15	31	16	20	18	11	14
Investissements globaux	- 38	- 34	- 18	- 56	- 16	- 60	- 16	- 13
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	17	- 1	21	3	18	- 12	7	8
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	- 30	- 20	- 7	- 35	- 13	- 43	- 13	6
Situation de l'endettement global	- 1	- 1	0	- 4	2	- 1	2	8
Dépôts à vue (encours moyen)	9	11	- 1	- 8	- 8	- 24	- 1	2
Placements nouveaux liquides	- 6	- 11	- 10	- 26	- 12	- 25	- 13	- 15
Placements nouveaux en titres négociables	- 3	- 2	- 11	- 21	- 14	- 22	- 2	1
dont : Titres d'OPCVM	- 1	4	- 6	- 14	- 12	- 19	- 2	6
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	22	14	17	10	18	10	16	19
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	- 11	7	11	- 28	- 1	- 16	4	12

### Situation de trésorerie des entreprises

(solde d'opinions – séries brutes)



Les trésoreries des entreprises se sont détendues, davantage pour les grandes entreprises que pour les petites et moyennes.

Au cours des prochains mois, les trésoreries des grandes entreprises devraient continuer de s'améliorer alors que celles des petites et moyennes seraient appelées à se resserrer.

Les résultats bruts d'exploitation ont légèrement moins reculé qu'aux trimestres précédents.

Afin de financer la progression des besoins en fonds de roulement, les autorisations nouvelles et les renouvellements de crédits à court terme se sont inscrits en hausse pour le deuxième trimestre consécutif.

Les difficultés de paiement ont augmenté légèrement, particulièrement dans les petites et moyennes entreprises.

Après plusieurs trimestres de repli, les investissements ont légèrement progressé, entraînant une augmentation des utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes, destinées essentiellement à des opérations de renouvellement de matériel ; les investissements de capacités de production demeurent rares.

L'endettement global a légèrement progressé par rapport au trimestre précédent mais les utilisations restent toujours largement inférieures aux autorisations.

Les placements des entreprises se caractérisent par une grande stabilité et se traduisent toujours par une aversion forte pour le risque. Les disponibilités sont majoritairement orientées vers des placements en OPCVM monétaires.

Au cours des prochains mois, les établissements de crédit prévoient un recours plus important aux crédits à court terme, notamment de la part des petites et moyennes entreprises. Les demandes de crédit à moyen et long termes pourraient également s'accroître au quatrième trimestre, si se confirme le redressement du courant d'investissement, que les perspectives d'activité laissent présager.

### 3. Le comportement des particuliers

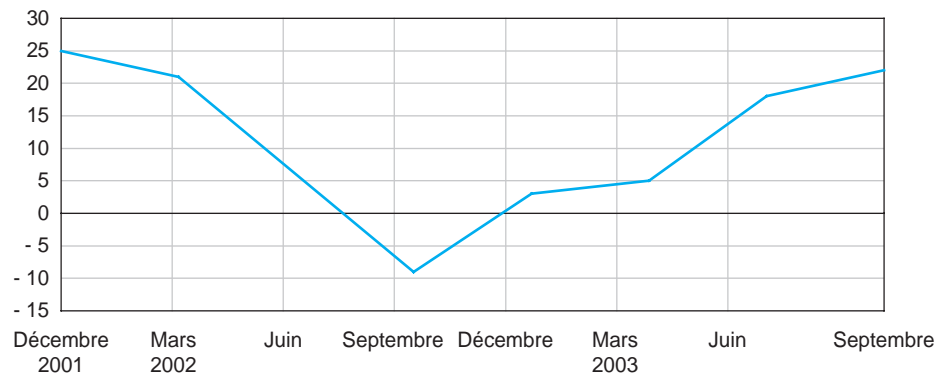
#### 3.1. Les comportements d'épargne

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

	2001	2002	2003					
	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.
Situation du patrimoine financier	25	21	6	-9	3	5	18	22
Encours moyen des dépôts à vue	59	35	40	33	29	7	21	16
Encours moyen des livrets	37	33	17	49	34	49	45	16
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	-12	-6	-9	-7	-30	-25	-36	-33
Placements nouveaux en PEL	25	34	25	38	46	11	0	10
Placements nouveaux en PEP	-28	-23	-34	-31	-25	-13	-24	-13
Placements en actions	-21	-21	-68	-93	-57	-61	-34	-17
Placements en obligations	-11	-10	-12	-18	-16	-13	-12	-14
Placements en OPCVM court terme	8	11	5	-7	-8	-5	-3	-1
Placements en autres OPCVM	-3	8	-17	-21	-15	-10	-3	8

## Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



Au troisième trimestre, le patrimoine financier des ménages s'est de nouveau renforcé, notamment sous l'effet d'une revalorisation des portefeuilles.

La progression des encours moyens des livrets a sensiblement ralenti au cours du trimestre, en raison de la baisse des taux des livrets A, intervenue le premier août. Les arbitrages des ménages ont favorisé les placements en assurance vie et, dans une moindre mesure, les PEL. Les placements nouveaux en PEL, notamment, qui avaient souffert de la nouvelle législation sur le paiement de la prime d'État, ont été soutenus par la politique commerciale active menée par de nombreux établissements de crédit.

Les placements nouveaux en actions, en obligations, ainsi qu'en OPCVM court terme ont continué de régresser, à un rythme toutefois moins rapide qu'aux trimestres précédents.

Les PEP ont été supprimés en septembre 2003.

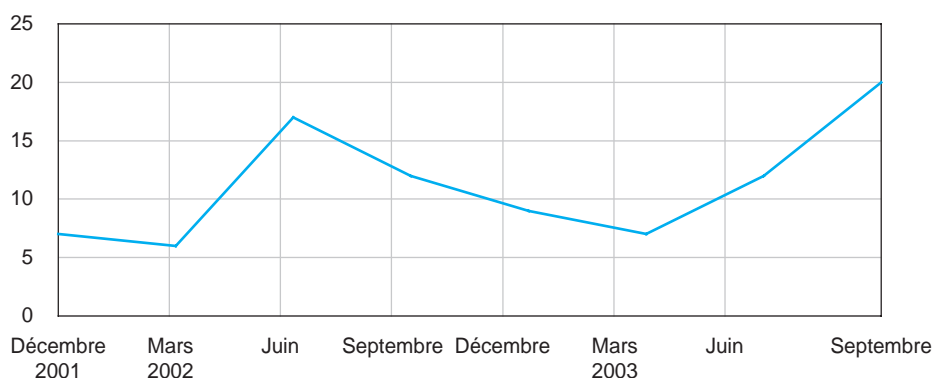
### 3.2. Les comportements d'endettement

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

	2001	2002			2003			
	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.
Situation de l'endettement global	7	6	17	12	9	7	12	20
Difficultés de paiement	3	3	9	9	11	10	7	7
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	22	9	14	7	8	- 3	19	21
Utilisations nouvelles de prêts personnels	28	11	29	16	15	10	30	22
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	21	33	60	45	38	46	65	62
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	7	23	22	16	15	17	14	14
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	5	28	22	17	19	33	32	26

#### Endettement global des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



Globalement, le niveau de l'endettement des ménages a progressé et les difficultés de paiement se sont légèrement accrues.

Les utilisations nouvelles de prêts personnels ainsi que les autorisations et les renouvellements de crédits de trésorerie ont augmenté, en raison, d'une part, de taux très attractifs et, d'autre part, d'actions commerciales menées par les établissements de crédit.

Au cours du trimestre, l'utilisation des prêts immobiliers a poursuivi sa progression compte tenu des taux d'intérêt attractifs et de l'allongement de la durée des prêts.

Les prévisions des établissements interrogés sont plutôt confiantes pour la période à venir : au cours des prochains mois, la demande de crédit devrait continuer de progresser, mais les crédits immobiliers augmenteraient moins rapidement.

## Résumés d'études

Le texte intégral des études résumées ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)).

### Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2002

*Le patrimoine en valeurs mobilières des ménages a enregistré en 2002 une contraction plus sensible qu'en 2001 mais qui n'a fait que refléter la baisse des cours des titres de capital détenus directement ou à travers des OPCVM. La diminution des encours (– 15,5 %, après – 8,2 % en 2001) a été strictement de l'ordre des effets de valorisation.*

*Fin 2002, on dénombrait 15,5 millions de comptes-titres ouverts par les personnes physiques (clientes des dépositaires répondant à l'enquête de la Banque de France), soit une diminution de près de 2 % par rapport à l'année précédente. Le portefeuille moyen s'élevait, à cette même date, à 16 800 euros, contre 19 300 euros un an auparavant (– 13 %).*

*Les avoirs en titres détenus par les ménages à fin 2002 étaient composés pour un peu plus de la moitié, soit 52 %, de titres d'OPCVM — dont 11,6 % d'OPCVM monétaires —, pour 29 % d'actions cotées et pour le solde, 19 %, d'obligations françaises en quasi-totalité. La proportion d'actions cotées était sensiblement accrue à partir d'une certaine taille de portefeuille mais apparaissait également significative dans la tranche de portefeuille la plus basse (moins de 7 600 euros).*

*La répartition des portefeuilles par catégories socio-professionnelles a peu varié par rapport à 2001, les inactifs, catégorie majoritairement composée de retraités, demeurant de loin les premiers détenteurs de valeurs mobilières avec 51 % des encours, devant les salariés non cadres (14 %) et les cadres supérieurs (11,6 %). La répartition par âge recoupait en partie la précédente avec la nette prépondérance des « seniors ».*

*En dépit de l'élargissement de la diffusion des valeurs mobilières, tout particulièrement des actions cotées, la concentration des portefeuilles restait forte puisque 61,4 % de l'encours global se trouvait logé dans le premier décile de l'ensemble des comptes ouverts auprès des établissements participant à l'enquête.*

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

## Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2003

*Les résultats de l'enquête-titres du deuxième trimestre 2003 décrivent une assez nette progression des portefeuilles de valeurs mobilières (+ 7,6 % par rapport à fin mars 2003) dans un contexte de redressement des marchés boursiers. Les effets de valorisation ont représenté les trois-quarts de l'augmentation de l'encours. Les flux d'achats nets de valeurs mobilières ont atteint un montant élevé et se sont notamment portés sur les émissions d'obligations et d'actions cotées.*

*Le poids des placements en actions dans l'ensemble des portefeuilles s'est accru de 3 points par rapport à fin mars 2003, pour atteindre 31,9 % à fin juin 2003. Au cours du deuxième trimestre, les principaux acquéreurs nets ont été les administrations publiques — en particulier lors de l'augmentation de capital de France Télécom —, les investisseurs institutionnels, notamment les établissements de crédit, et les non-résidents, alors que les sociétés non financières et les ménages ont allégé leurs portefeuilles en actions.*

*Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 45,1 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin juin 2003 (– 2 points par rapport à mars 2003), ont bénéficié, sur l'ensemble du trimestre, d'effets de valorisation légèrement positifs et se sont renforcés à l'occasion d'un marché primaire très animé. Les achats nets d'obligations des résidents se sont élevés à 12,6 milliards d'euros. Ils ont été presque exclusivement imputables aux établissements de crédit et orientés essentiellement sur les titres étrangers. Pour leur part, les clients non résidents des dépositaires français ont acheté pour 10,8 milliards d'euros d'obligations, en majorité françaises.*

*Les placements en OPCVM (23 % du total des portefeuilles) ont été renforcés tant en titres d'OPCVM monétaires qu'en titres d'OPCVM investis en actions, notamment par les investisseurs institutionnels (établissements de crédit, entreprises d'assurance et OPCVM eux-mêmes).*

*L'ouverture internationale de la place de Paris reste forte avec une participation toujours très active des non-résidents aux transactions sur actions françaises cotées. En témoigne également la part, supérieure à 40 %, de la dette obligataire de l'État détenue par la clientèle non résidente des dépositaires français.*

Dominique ROUGÈS  
Hervé GRANDJEAN

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

# Bulletin officiel

*Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur internet ([www.banque-france.fr/textes/main.htm](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***

Décision n° 02-01 du 22 mai 2002 du gouverneur de la Banque de France concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque de France à des fins de politique monétaire, modifiée par la décision n° 03-01 du 28 octobre 2003  
Décision n° 03-01 du 28 octobre 2003 du gouverneur de la Banque de France relative aux institutions financières monétaires autres que les établissements de crédit et les OPCVM monétaires, modifiant la décision n° 02-01 du 22 mai 2002 concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque de France à des fins de politique monétaire

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

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit  
– en septembre 2003  
– au troisième trimestre 2003  
Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement  
– en septembre 2003  
Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement habilités à exercer en France  
– au troisième trimestre 2003

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

Accord de coopération entre le Financial Supervisory Commission de la République de Corée et la Commission bancaire concernant leur coopération réciproque dans le domaine du contrôle bancaire

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

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

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor  
Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés  
Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels  
Adjudication de rachat de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels et d'obligations assimilables du Trésor

<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, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.





# Statistiques

## Sommaire

	<u>Tableau n°</u>	<u>Page</u>
<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			2003			2002			2003		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T2	T3	T4	T1	T2	T3
France	4,2	2,1	1,3	0,7	0,2	- 0,2	0,1	- 0,3		1,5	1,3	1,3	0,7	- 0,3	
Allemagne	2,9	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	- 0,2	- 0,1		0,5	0,9	0,3	0,4	- 0,6	
Autriche	3,6	0,7	1,1	0,4	0,1	0,3	0,0	0,3		1,2	1,3	1,4	0,8	0,7	
Belgique	3,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	- 0,1		0,3	1,0	2,2	1,6	0,8	
Espagne	4,2	2,8	2,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7		2,0	1,8	2,1	2,2	2,3	
Finlande	5,1	1,2	2,2	1,8	0,4	0,5	- 0,8	0,6		3,6	2,8	3,2	1,9	0,8	
Grèce	4,4	4,0	3,8	0,3	1,3	- 0,3	2,9	0,5		4,0	3,6	3,2	4,3	4,5	
Irlande	10,1	6,2	6,9							7,5	7,2	7,5	0,7	2,1	
Italie	3,3	1,7	0,4	0,3	0,2	0,4	- 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	0,4	0,1	- 0,3	- 0,3	- 0,6		0,2	0,4	0,1	- 0,2	- 1,2	
Portugal	3,4	1,7	0,4	1,2	- 2,0	- 0,6	0,1	0,1		1,9	- 0,4	- 1,3	- 1,2	- 2,3	
<b>Zone euro</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>- 0,1</b>		<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	
Danemark	2,9	1,4	2,1	1,9	- 0,8	0,0	0,4	- 0,6		3,4	1,6	1,5	1,4	- 1,0	
Royaume-Uni	3,8	2,1	1,7	0,5	0,7	0,5	0,2	0,6	0,6	1,5	1,9	2,0	1,8	2,0	1,9
Suède	4,5	1,4	1,9	0,7	0,3	0,3	0,4	0,3		2,2	2,1	1,8	1,7	1,3	
<b>Union européenne</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>		<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	
États-Unis	3,8	0,3	2,4	0,3	1,0	0,3	0,4	0,8	1,7	2,2	3,3	2,9	2,0	2,5	3,3
Japon	2,8	0,4	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	1,0		- 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 novembre 2003  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2  
Prix à la consommation

(variations sur douze mois en %, données brutes)

	2002				2003									
	Octobre	Novembre	Décembre	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.
France	1,9	2,1	2,2	1,9	1,9	2,5	2,6	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	
Allemagne	1,3	1,1	1,1	1,3	0,9	1,2	1,2	1,0	0,6	0,9	0,8	1,1	1,1	1,2
Autriche	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,3	
Belgique	1,3	1,1	1,3	1,6	1,2	1,6	1,7	1,4	0,9	1,5	1,4	1,6	1,7	1,4
Espagne	4,0	3,9	4,0	3,6	3,8	3,8	3,7	3,2	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	
Finlande	1,7	1,7	1,7	2,0	1,4	2,1	1,9	1,3	1,1	1,2	1,0	1,2	1,2	
Grèce	3,9	3,9	3,5	3,9	3,3	4,2	3,9	3,3	3,5	3,6	3,5	3,3		
Irlande	4,4	4,7	4,6	4,7	4,7	5,1	4,9	4,6	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	
Italie	2,8	2,9	3,0	2,6	2,9	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8
Luxembourg	2,5	2,7	2,8	2,1	3,3	3,2	3,7	3,0	2,3	2,0	1,9	2,3	2,7	
Pays-Bas (a)	3,5	3,2	3,2	3,9	2,7	2,9	2,8	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	
Portugal	4,1	4,1	4,0	3,7	4,0	4,1	3,8	3,7	3,7	3,4	2,9	2,9	3,2	
<b>Zone euro</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>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Danemark	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	2,9	2,8	2,5	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	
Royaume-Uni	1,4	1,6	1,7	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4	
Suède	1,7	1,4	1,7	2,0	2,6	3,3	2,9	2,3	2,0	2,0	2,4	2,2	2,3	
<b>Union européenne</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>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	
États-Unis	2,0	2,2	2,4	1,6	2,6	3,0	3,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	
Japon	- 0,9	- 0,4	- 0,3	- 0,9	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,3	- 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 novembre 2003  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3  
Taux de chômage

*(en % de la population active, données cvs)*

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

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, Eurostat

Réalisé le 6 novembre 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
<b>1998</b>	Décembre	110,30	98,00	110,00	96,20	141,10	95,60
<b>1999</b>	Décembre	110,30	97,50	108,10	94,10	133,90	89,90
<b>2000</b>	Décembre	110,30	96,40	107,80	92,80	130,80	86,70
<b>2001</b>	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	133,20	87,50
<b>2002</b>	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	138,80	91,00
<b>2001</b>	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	87,50
<b>2002</b>	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
<b>2003</b>	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	96,00	109,80	94,00	142,70	93,70
	Octobre	110,30	96,10	109,80	94,10	144,00	94,60

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 4 novembre 2003  
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5  
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Mai 2003		Juin 2003		Juillet 2003		Août 2003		Septembre 2003		Octobre 2003	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
<b>Euro</b>												
Au jour le jour	2,700	2,563	2,450	2,222	2,115	2,078	2,140	2,066	2,130	2,040	2,070	2,020
À 1 mois	2,365	2,499	2,120	2,158	2,100	2,108	2,130	2,103	2,060	2,098	2,060	2,079
À 3 mois	2,255	2,381	2,110	2,130	2,100	2,108	2,110	2,114	2,080	2,121	2,145	2,119
À 6 mois	2,175	2,291	2,050	2,058	2,090	2,074	2,165	2,149	2,080	2,153	2,180	2,153
À 1 an	2,125	2,232	2,030	1,989	2,090	2,061	2,260	2,263	2,075	2,231	2,340	2,275
<b>Dollar</b>												
Au jour le jour	1,320	1,281	1,250	1,239	1,030	1,034	1,120	1,026	1,100	1,042	1,040	1,023
À 1 mois	1,270	1,268	1,080	1,087	1,050	1,058	1,070	1,056	1,060	1,066	1,050	1,053
À 3 mois	1,210	1,219	1,070	1,042	1,060	1,054	1,090	1,073	1,100	1,092	1,110	1,103
À 6 mois	1,150	1,171	1,060	1,013	1,090	1,060	1,130	1,126	1,110	1,128	1,160	1,137
À 1 an	1,140	1,188	1,130	1,034	1,210	1,139	1,350	1,339	1,230	1,285	1,400	1,326
<b>Livre sterling</b>												
Au jour le jour	4,070	3,669	3,350	3,547	3,700	3,328	3,460	3,434	3,700	3,484	3,410	3,360
À 1 mois	3,570	3,608	3,695	3,617	3,390	3,439	3,530	3,430	3,590	3,594	3,760	3,615
À 3 mois	3,555	3,592	3,575	3,588	3,385	3,434	3,575	3,463	3,660	3,642	3,900	3,752
À 6 mois	3,470	3,538	3,535	3,522	3,405	3,411	3,685	3,560	3,755	3,744	4,040	3,900
À 1 an	3,455	3,514	3,525	3,457	3,520	3,435	3,940	3,799	3,970	3,985	4,450	4,231
<b>Yen</b>												
Au jour le jour	- 0,050	- 0,076	- 0,020	- 0,018	0,010	- 0,036	- 0,030	- 0,019	- 0,010	0,000	- 0,020	- 0,021
À 1 mois	- 0,030	- 0,022	- 0,020	- 0,016	- 0,010	- 0,034	0,045	- 0,010	0,026	0,051	- 0,020	- 0,027
À 3 mois	0,010	0,012	- 0,025	0,006	0,060	- 0,021	0,045	- 0,044	0,075	- 0,001	- 0,055	- 0,019
À 6 mois	0,045	0,028	0,070	0,025	- 0,030	- 0,019	0,045	- 0,014	- 0,015	- 0,021	- 0,015	- 0,007
À 1 an	0,120	0,108	0,070	0,098	0,030	0,042	0,060	0,044	0,070	0,047	0,080	0,060
<b>Franc suisse</b>												
Au jour le jour	0,025	0,033	- 0,025	0,036	0,015	0,026	0,020	0,016	0,015	0,014	0,005	0,012
À 1 mois	0,200	0,207	0,210	0,208	0,200	0,209	0,180	0,188	0,160	0,169	0,160	0,166
À 3 mois	0,220	0,225	0,240	0,217	0,230	0,224	0,210	0,213	0,200	0,203	0,200	0,194
À 6 mois	0,240	0,255	0,270	0,243	0,280	0,266	0,240	0,266	0,240	0,262	0,270	0,239
À 1 an	0,330	0,358	0,370	0,321	0,420	0,370	0,430	0,464	0,380	0,446	0,490	0,424

Source : Banque de France

Réalisé le 4 novembre 2003  
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35



Tableau 6  
Tableau de bord de l'économie française

	Novembre 2002	Décembre 2002	Janvier 2003	Février 2003	Mars 2003	Avril 2003
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	6,95	1,46	0,52	1,58	1,95	1,72
Comptes sur livret	8,97	9,08	9,10	9,88	10,89	11,47
Titres d'OPCVM monétaires	8,05	8,30	7,95	6,86	8,63	7,85
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,53	4,03	3,04	3,48	3,18	2,60
Endettement intérieur total	4,81	5,56	5,49	5,92	6,35	6,20
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,12	2,94	2,83	2,69	2,53	2,53
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,53	4,38	4,22	4,01	4,10	4,22
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	1,00	1,02	1,06	1,08	1,08	1,08
EUR/JPY	121,65	124,20	126,12	128,60	128,16	130,12
EUR/GBP	0,64	0,64	0,66	0,67	0,68	0,69
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,00	0,19	0,19	0,65	0,46	- 0,19
Variation depuis le début de l'année	2,11	2,30	0,19	0,84	1,31	1,12
Glissement sur 12 mois	2,21	2,30	2,00	2,57	2,56	1,98
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	0,87	- 1,11	0,95	0,69	- 0,51	- 0,51
Glissement sur 12 mois	0,69	- 0,52	0,43	1,38	0,00	- 0,85
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
Variation mensuelle	0,61	0,67	0,59	0,81	0,95	0,23
Glissement sur 12 mois	4,68	4,76	5,33	5,75	5,89	5,71
Taux de chômage (définition BIT)	9,20	9,30	9,30	9,40	9,40	9,50
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	27,02	25,90	26,62	26,35	26,46	26,41
Exportations FAB (NES 1999)	27,22	26,85	26,97	26,66	26,60	26,57
Solde mensuel	0,20	0,95	0,35	0,31	0,14	0,16
Solde cumulé depuis le début de l'année	7,28	8,23	0,35	0,66	0,80	0,96
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	3 613	5 087	4 532	1 057	1 956	- 4 554
Cumul depuis le début de l'année	22 369	27 456	4 532	5 589	7 545	2 991

(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 4 novembre 2003  
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)

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

	Mai 2003	Juin 2003	Juillet 2003	Août 2003	Septembre 2003	Octobre 2003
<b>Placements monétaires</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	4,95	3,33	6,26	5,19		
Comptes sur livret	11,70	12,25	12,46	12,06		
Titres d'OPCVM monétaires	9,60	11,38	9,67	8,58		
<b>Endettement</b> (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	2,64	2,61	3,20	2,94		
Endettement intérieur total	6,82	6,69	7,29	7,62		
<b>Taux d'intérêt</b> (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,40	2,15	2,13	2,14	2,15	2,14
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	3,89	3,69	4,01	4,16	4,23	4,28
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	2,25	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	1,16	1,17	1,14	1,11	1,12	1,17
EUR/JPY	135,83	138,05	134,99	132,38	128,94	128,12
EUR/GBP	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
<b>Prix de détail</b> (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	- 0,09	0,19	- 0,09	0,19	0,37	
Variation depuis le début de l'année	1,03	1,22	1,12	1,31	1,69	
Glissement sur 12 mois	1,79	1,98	1,89	1,89	2,07	
<b>Production industrielle</b> (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 1,29	1,05	0,00	- 0,86		
Glissement sur 12 mois	- 2,30	- 1,03	- 0,86	- 1,80		
<b>Demandeurs d'emploi</b> (cvs)						
Variation mensuelle	0,40	1,09	- 0,21	0,47		
Glissement sur 12 mois	5,69	6,32	5,73	5,91		
Taux de chômage définition BIT	9,50	9,50	9,60	9,60	9,70	
<b>Commerce extérieur</b> (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	25,09	26,02	24,94	24,89		
Exportations FAB (NES 1999)	25,20	25,66	26,15	25,65		
Solde mensuel	0,11	- 0,36	1,21	0,76		
Solde cumulé depuis le début de l'année	1,07	0,71	1,92	2,68		
<b>Transactions courantes</b> (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 179	2 784	36	1 852		
Cumul depuis le début de l'année	4 170	6 954	6 990	8 842		

(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 4 novembre 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 ≤ à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée > à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (b)	
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
<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	11 394,7	1 894,3	6 176,0	1 013,2	417,8	165,7	1 430,0	106,9	3 370,9	608,6
Août	11 406,0	1 892,3	6 183,5	1 002,2	404,1	168,5	1 441,0	109,0	3 377,3	612,6
Septembre (p)		1 876,3		994,4		166,8		108,7		606,4

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

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

### Réserves exigées, réserves constituées

*(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	131,3	23,5	131,8	23,6	0,5	0,1	0,0	0,0	2,07
23 octobre (p)	131,2	23,4		23,5		0,1		0,0	2,05

### 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)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)
<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
23 septembre	391,7	315,0	54,4	- 4,4	- 126,6	258,5	132,0
<b>Dont : France</b>							
<b>2003</b>							
23 avril	67,8	56,7	0,2	- 25,3	14,0	9,0	23,0
23 mai	69,8	56,0	0,2	- 27,4	13,5	9,5	23,0
23 juin	71,2	56,1	0,2	- 25,9	10,6	13,0	23,6
23 juillet	72,9	55,0	0,2	- 32,4	14,3	9,2	23,5
23 août	74,8	54,6	0,2	- 33,5	13,1	10,3	23,4
23 septembre	74,6	54,7	0,2	- 35,1	15,0	8,6	23,7
23 octobre	75,2	56,5	0,2	- 34,2	15,3	8,3	23,6

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 novembre 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

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>25 702</b>	<b>27 456</b>	<b>2 784</b>	<b>36</b>	<b>1 852</b>	<b>1 968</b>	<b>20 185</b>	<b>10 810</b>
<b>Biens</b>	<b>3 947</b>	<b>10 137</b>	<b>671</b>	<b>1 554</b>	<b>- 451</b>	<b>382</b>	<b>6 782</b>	<b>2 505</b>
Recettes	328 501	323 460	26 897	27 206	19 820	27 904	241 112	232 982
Dépenses	324 554	313 323	26 226	25 652	20 271	27 522	234 330	230 477
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 680</i>	<i>10 094</i>	<i>750</i>	<i>1 565</i>	<i>- 559</i>	<i>455</i>	<i>6 573</i>	<i>2 785</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	3 388	9 758	896	1 810	- 339	700	6 273	3 574
Total des corrections	292	336	- 146	- 245	- 220	- 245	300	- 789
<b>Services</b>	<b>19 922</b>	<b>18 715</b>	<b>1 829</b>	<b>1 566</b>	<b>1 779</b>	<b>1 170</b>	<b>14 781</b>	<b>11 705</b>
Recettes	89 580	91 225	7 678	8 227	7 476	6 826	68 798	65 643
Dépenses	69 658	72 510	5 849	6 661	5 697	5 656	54 017	53 938
<i>Voyages</i>	<i>13 624</i>	<i>13 610</i>	<i>1 611</i>	<i>1 900</i>	<i>1 050</i>	<i>1 093</i>	<i>10 770</i>	<i>9 967</i>
Recettes	33 679	34 190	3 194	3 800	3 300	2 873	26 490	25 598
Dépenses	20 055	20 580	1 583	1 900	2 250	1 780	15 720	15 631
<b>Total « Biens et services »</b>	<b>23 869</b>	<b>28 852</b>	<b>2 500</b>	<b>3 120</b>	<b>1 328</b>	<b>1 552</b>	<b>21 563</b>	<b>14 210</b>
<b>Revenus</b>	<b>18 387</b>	<b>13 604</b>	<b>2 327</b>	<b>- 864</b>	<b>2 348</b>	<b>2 423</b>	<b>8 710</b>	<b>7 928</b>
Rémunération des salariés	8 190	8 803	718	784	744	777	6 596	6 672
Revenus des investissements	10 197	4 801	1 609	- 1 648	1 604	1 646	2 114	1 256
dont : Directs	15 851	14 747	1 727	595	374	1 022	10 034	8 263
De portefeuille	- 3 994	- 7 875	- 38	- 2 186	1 359	698	- 5 968	- 7 384
Autres	- 1 660	- 2 071	- 80	- 57	- 129	- 74	- 1 952	377
<b>Transferts courants</b>	<b>- 16 554</b>	<b>- 15 000</b>	<b>- 2 043</b>	<b>- 2 220</b>	<b>- 1 824</b>	<b>- 2 007</b>	<b>- 10 088</b>	<b>- 11 328</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 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

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Compte de capital</b>	<b>- 330</b>	<b>- 172</b>	<b>143</b>	<b>- 43</b>	<b>49</b>	<b>29</b>	<b>- 64</b>	<b>- 7 945</b>
Transferts en capital	- 183	- 61	152	- 43	54	23	- 5	- 7 925
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	- 9	0	- 5	6	- 59	- 20

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>24 628</b>	<b>28 299</b>	<b>932</b>	<b>1 214</b>	<b>2 274</b>	<b>1 495</b>	<b>21 121</b>	<b>12 027</b>
<b>Biens</b>	<b>3 222</b>	<b>9 346</b>	<b>33</b>	<b>390</b>	<b>535</b>	<b>650</b>	<b>7 429</b>	<b>2 515</b>
Marchandises générales	3 795	8 966	646	887	829	340	7 174	3 678
<b>Services</b>	<b>20 304</b>	<b>18 401</b>	<b>1 199</b>	<b>1 194</b>	<b>1 493</b>	<b>1 076</b>	<b>14 419</b>	<b>11 385</b>
dont : Voyages	13 592	13 623	1 102	1 029	1 083	944	10 067	9 576
<b>Revenus</b>	<b>17 514</b>	<b>13 444</b>	<b>412</b>	<b>1 043</b>	<b>1 169</b>	<b>1 906</b>	<b>8 552</b>	<b>7 762</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

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

Tableau 9

## Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS</b>	<b>- 42 224</b>	<b>- 11 732</b>	<b>473</b>	<b>2 563</b>	<b>- 5 693</b>	<b>- 444</b>	<b>- 7 339</b>	<b>- 19 127</b>
<b>Français à l'étranger</b>	<b>- 103 899</b>	<b>- 66 459</b>	<b>- 961</b>	<b>- 3 823</b>	<b>- 6 694</b>	<b>- 1 376</b>	<b>- 46 708</b>	<b>- 43 195</b>
Capital social	- 60 873	- 29 253	- 1 188	- 777	- 2 541	- 221	- 22 397	- 10 347
Bénéfices réinvestis	- 7 380	- 7 404	- 332	- 332	- 332	- 332	- 5 553	- 3 843
Autres opérations	- 35 646	- 29 802	559	- 2 714	- 3 821	- 823	- 18 758	- 29 005
<b>Étrangers en France</b>	<b>61 675</b>	<b>54 727</b>	<b>1 434</b>	<b>6 386</b>	<b>1 001</b>	<b>932</b>	<b>39 369</b>	<b>24 068</b>
Capital social	23 086	31 758	867	1 888	545	1 403	21 966	10 020
Bénéfices réinvestis	2 436	2 652	10	10	10	10	1 989	723
Autres opérations	36 153	20 317	557	4 488	446	- 481	15 414	13 325
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>24 004</b>	<b>- 19 447</b>	<b>14 583</b>	<b>- 15 091</b>	<b>4 625</b>	<b>3 564</b>	<b>- 39 633</b>	<b>- 6 618</b>
<b>Avoirs – Titres étrangers</b>	<b>- 95 017</b>	<b>- 84 839</b>	<b>- 5 741</b>	<b>- 16 064</b>	<b>3 802</b>	<b>- 8 491</b>	<b>- 78 835</b>	<b>- 109 185</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 21 252	- 18 543	- 3 001	- 5 600	- 1 554	3 948	- 11 605	- 17 656
Obligations et assimilés	- 62 631	- 59 982	77	- 13 613	794	- 7 080	- 53 788	- 64 078
Instruments du marché monétaire	- 11 134	- 6 314	- 2 817	3 149	4 562	- 5 359	- 13 442	- 27 451
<b>Engagements – Titres français</b>	<b>119 021</b>	<b>65 392</b>	<b>20 324</b>	<b>973</b>	<b>823</b>	<b>12 055</b>	<b>39 202</b>	<b>102 567</b>
Actions et titres d'OPCVM	15 211	- 4 809	4 515	839	889	766	- 3 218	10 430
Obligations et assimilés	95 647	66 764	15 987	- 448	2 059	12 157	45 557	91 258
dont : OAT	21 284	19 567	2 484	1 930	141	3 016	17 104	23 800
BTAN	9 937	3 230	4 802	- 7 489	- 471	2 184	- 2 627	5 255
Instruments du marché monétaire	8 163	3 437	- 178	582	- 2 125	- 868	- 3 137	879
dont : BTF	4 891	6 509	1 110	581	- 359	1 458	3 093	7 003
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	36 112	29 306	8 396	- 4 978	- 689	6 658	17 570	36 058
<b>PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>2 784</b>	<b>5 531</b>	<b>- 2 769</b>	<b>- 3 409</b>	<b>- 2 383</b>	<b>2 548</b>	<b>4 029</b>	<b>- 4 983</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>- 23 427</b>	<b>- 8 851</b>	<b>- 21 325</b>	<b>8 998</b>	<b>- 1 097</b>	<b>- 6 107</b>	<b>10 558</b>	<b>10 985</b>
<b>Avoirs</b>	<b>- 65 463</b>	<b>- 34 370</b>	<b>33 350</b>	<b>- 3 613</b>	<b>11 051</b>	<b>10 442</b>	<b>20 331</b>	<b>- 1 835</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 975	- 155	262	240	240	- 342	2 316
Prêts	- 66 176	- 33 366	33 505	- 3 872	10 811	10 202	20 699	- 4 124
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	- 8 578	2 054	- 8 648	5 061	10 249	5 348
Administrations publiques	171	1 008	1 990	112	- 1	- 10	351	- 185
Institutions financières monétaires (d)	- 51 478	- 32 689	26 648	- 11 134	19 730	7 572	3 883	- 3 407
Autres secteurs (e)	- 567	2 642	13 445	5 096	- 270	- 2 421	6 216	- 5 880
Autres avoirs	- 31	- 29	0	- 3	0	0	- 26	- 27
<b>Engagements</b>	<b>42 036</b>	<b>25 519</b>	<b>- 54 675</b>	<b>12 611</b>	<b>- 12 148</b>	<b>- 16 549</b>	<b>- 9 773</b>	<b>12 820</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 2 078	3	- 168	- 276	- 306	- 1 707	- 1 758
Prêts	42 836	27 597	- 54 678	12 779	- 11 872	- 16 243	- 8 066	14 578
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	123	- 510	333	231	- 148	1 083
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	1 305	- 1 291	123	- 510	333	231	- 148	1 083
Administrations publiques	1 577	165	629	- 125	465	297	- 233	- 297
Institutions financières monétaires (d)	45 984	29 570	- 45 117	17 174	- 13 012	- 14 411	1 777	20 818
Autres secteurs (e)	- 6 030	- 847	- 10 313	- 3 760	342	- 2 360	- 9 462	- 7 026

(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 18 novembre 2003  
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9 (suite)

## Balance des paiements : compte financier (suite)

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>5 763</b>	<b>4 201</b>	<b>- 853</b>	<b>669</b>	<b>- 567</b>	<b>- 230</b>	<b>2 505</b>	<b>- 1 974</b>
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 1	- 1	- 15	- 1	- 68	- 52
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	- 285	- 6	12	- 62	- 685	- 1 543
Devises étrangères	7 016	4 895	- 567	676	- 564	- 167	3 258	- 379
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Compte financier</b>	<b>- 33 100</b>	<b>- 30 298</b>	<b>- 9 891</b>	<b>- 6 270</b>	<b>- 5 115</b>	<b>- 669</b>	<b>- 29 880</b>	<b>- 21 717</b>

NB : Depuis janvier 1999, les avoirs de réserve (bruts), conformément à la définition statistique retenue par l'Eurosystème, n'incluent plus 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 18 novembre 2003

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

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

	(en millions d'euros)							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Juin 2003 (b)	Juillet 2003 (c)	Août 2003 (c)	Septembre 2003 (c)	9 mois 2002 (a)	9 mois 2003 (c)
<b>Total</b>	<b>- 5 494</b>	<b>- 3 119</b>	<b>- 18 469</b>	<b>6 040</b>	<b>6 718</b>	<b>- 6 839</b>	<b>5 660</b>	<b>17 411</b>
<b>Avoirs</b>	<b>- 51 478</b>	<b>- 32 689</b>	<b>26 648</b>	<b>- 11 134</b>	<b>19 730</b>	<b>7 572</b>	<b>3 883</b>	<b>- 3 407</b>
Long terme	- 9 349	- 11 958	- 533	- 3 459	- 203	- 1 934	- 4 019	- 19 164
Euros	- 5 830	- 9 598	- 393	- 2 166	535	- 1 921	- 3 217	- 14 143
Devises	- 3 519	- 2 360	- 140	- 1 293	- 738	- 13	- 802	- 5 021
Court terme	- 42 129	- 20 731	27 181	- 7 675	19 933	9 506	7 902	15 757
Euros	- 35 846	- 33 626	11 836	- 3 707	20 608	1 806	- 20 446	10 490
Devises	- 6 283	12 895	15 345	- 3 968	- 675	7 700	28 348	5 267
<b>Engagements</b>	<b>45 984</b>	<b>29 570</b>	<b>- 45 117</b>	<b>17 174</b>	<b>- 13 012</b>	<b>- 14 411</b>	<b>1 777</b>	<b>20 818</b>
Long terme	1 811	23 725	9 669	- 98	3 832	1 470	12 857	23 548
Euros	4 991	14 690	5 855	- 1 124	1 191	- 172	8 921	6 308
Devises	- 3 180	9 035	3 814	1 026	2 641	1 642	3 936	17 240
Court terme	44 173	5 845	- 54 786	17 272	- 16 844	- 15 881	- 11 080	- 2 730
Euros	22 474	29 323	- 40 961	19 377	- 5 034	- 17 553	37 374	10 610
Devises	21 699	- 23 478	- 13 825	- 2 105	- 11 810	1 672	- 48 454	- 13 340

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 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 déterminés.

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

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

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

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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



Tableau 10  
Bilan de la Banque de France

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Septembre 2002	Décembre 2002	Septembre 2003
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>52,9</b>	<b>33,4</b>	<b>20,4</b>	<b>20,1</b>	<b>19,7</b>	<b>17,0</b>
<i>Crédits</i>	50,6	30,7	17,7	17,4	17,0	11,9
IFM	48,4	29,0	16,4	16,0	16,1	11,1
Administration centrale	1,7	1,4	1,0	1,0	0,6	0,5
Secteur privé	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	5,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	5,1
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>20,4</b>	<b>33,8</b>	<b>29,0</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>19,1</b>
<b>Avoirs en or</b>	<b>28,2</b>	<b>28,5</b>	<b>30,6</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>32,1</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques (a)</b>	<b>20,7</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>	<b>43,4</b>	<b>47,7</b>	<b>53,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>139,5</b>	<b>154,6</b>	<b>150,6</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	Septembre 2002	Décembre 2002	Septembre 2003
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>27,0</b>	<b>30,9</b>	<b>32,8</b>	<b>26,6</b>	<b>36,2</b>	<b>28,9</b>
<i>IFM</i>	24,4	28,1	29,5	25,7	34,6	27,7
<i>Administration centrale</i>	1,1	2,0	2,5	0,1	0,8	0,4
<i>Autres secteurs (à vue)</i>	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>
<i>IFM</i>	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres secteurs</i>	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>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>91,9</b>	<b>97,0</b>	<b>92,6</b>	<b>109,7</b>	<b>116,6</b>	<b>118,6</b>
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,3	49,2	34,6	65,4	74,2	76,6
<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	39,8	38,4	37,5
<i>Autres</i>	8,4	9,6	15,6	4,5	4,0	4,4
<b>TOTAL</b>	<b>153,5</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>139,5</b>	<b>154,6</b>	<b>150,6</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 31 octobre 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	Septembre 2002	Décembre 2002	Septembre 2003
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>2 491,0</b>	<b>2 560,6</b>	<b>2 753,7</b>	<b>2 886,7</b>	<b>2 875,2</b>	<b>3 023,1</b>
Crédits	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 217,9	2 209,0	2 272,7
IFM	853,9	837,2	906,3	960,9	951,7	984,5
APU	119,9	120,8	118,3	119,2	126,8	126,6
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 137,8	1 130,5	1 161,6
Titres autres que des actions	406,2	368,9	407,0	423,6	416,4	450,8
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,6	115,6	116,2	138,2
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	54,5	52,1	49,2
APU	192,5	147,2	151,3	155,8	152,4	164,8
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	97,7	95,7	98,6
Titres d'OPCVM monétaires	12,0	22,1	35,5	57,8	58,4	64,6
Actions et autres participations	157,2	166,3	183,5	187,3	191,4	235,1
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>314,3</b>	<b>313,5</b>	<b>349,4</b>	<b>409,8</b>	<b>408,6</b>	<b>455,9</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>425,9</b>	<b>467,9</b>	<b>507,0</b>	<b>485,5</b>	<b>513,3</b>	<b>507,1</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>372,4</b>	<b>394,6</b>	<b>440,2</b>	<b>400,2</b>	<b>364,6</b>	<b>367,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 182,0</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 353,7</b>

(encours fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Septembre 2002	Décembre 2002	Septembre 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>1 911,3</b>	<b>1 920,9</b>	<b>2 040,1</b>
IFM	884,5	847,4	868,0	936,9	927,0	966,0
Administration centrale	9,8	5,6	4,4	6,8	11,7	34,4
Autres secteurs	875,2	901,7	966,4	967,6	982,2	1 039,7
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	284,2	290,9	321,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	63,2	60,4	51,2
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	274,3	283,3	290,9
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	310,2	319,9	343,7
Pensions	20,9	26,5	30,7	35,7	27,7	32,0
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>172,2</b>	<b>161,4</b>	<b>173,7</b>	<b>187,6</b>	<b>195,4</b>	<b>201,6</b>
IFM	150,2	139,0	149,4	158,6	170,8	173,4
Autres secteurs	22,0	22,4	24,2	29,0	24,5	28,2
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>328,3</b>	<b>410,5</b>	<b>450,3</b>	<b>432,0</b>	<b>437,3</b>	<b>434,2</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>1 333,5</b>	<b>1 410,0</b>	<b>1 587,7</b>	<b>1 651,1</b>	<b>1 608,1</b>	<b>1 677,8</b>
Titres de créances émis ≤ 2 ans	156,6	163,8	197,1	206,8	206,5	226,1
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	351,5	354,9	370,2
Titres d'OPCVM monétaires	181,7	213,3	258,6	304,6	303,8	332,3
Capital et réserves	245,0	249,3	270,5	277,6	284,1	286,8
Autres	428,0	445,1	504,5	510,6	458,8	462,3
<b>TOTAL</b>	<b>3 603,6</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 182,0</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 353,7</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 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 12

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

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

		Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Encours	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>	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	81,3	0,0	0,0	81,3	10,1
	Juin	67,4	0,0	0,0	67,4	8,8
	Juillet	34,0	0,0	0,0	34,0	12,2
	Août	33,4	0,0	0,0	33,4	7,6
	Septembre	32,5	0,0	0,0	32,5	3,7

(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 avec ceux du 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 31 octobre 2003  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 13  
Engagements monétaires des IFM

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

(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 31 octobre 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)
2000	Décembre	5,7	6,7	3,8	6,1	4,2	7,2	9,6	9,6
2001	Décembre	5,1	5,7	6,1	6,7	7,6	7,9	6,1	6,0
2002	Septembre	8,0	8,2	6,4	7,1	7,0	6,4	5,2	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	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
2003	Janvier	9,1	3,7	6,5	5,1	7,2	4,6	4,9	3,6
	Février	10,0	6,0	7,3	6,4	7,9	5,0	5,2	4,1
	Mars	11,6	6,4	7,8	7,0	7,8	5,3	4,7	3,6
	Avril	10,9	6,2	8,0	6,7	8,6	6,9	4,7	2,8
	Mai	11,9	8,7	8,7	8,4	8,7	6,7	4,7	2,8
	Juin	11,3	6,8	8,3	7,4	8,3	5,7	4,6	3,1
	Juillet	11,6	8,6	8,5	8,2	8,6	7,0	4,9	3,6
	Août	12,3	8,1	8,6	7,3	8,2	5,7	5,0	3,1
	Septembre	11,2	6,6	8,0	5,9	7,4	3,9	4,9	3,6

(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 consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 15  
Dépôts à vue

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

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
							Encours	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>	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	56,0	359,6	14,4	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	56,2	345,6	17,9	363,5	5,1
	Juin	189,3	109,2	39,5	338,0	17,9	355,9	3,5
	Juillet	199,1	106,0	37,9	343,0	13,6	356,6	5,6
	Août	199,0	103,7	35,8	338,5	12,8	351,3	5,3
	Septembre	195,7	108,7	34,4	338,7	16,3	355,0	3,6

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 16  
Comptes sur livret

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

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne- logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	Total	
									Encours	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>	Septembre	107,6	14,6	32,3	40,2	47,7	5,4	62,3	310,2	9,3
	Octobre	107,5	14,5	32,3	40,1	48,0	5,4	63,1	310,8	8,8
	Novembre	107,5	14,5	32,5	40,2	48,2	5,4	64,2	312,4	9,0
	Décembre	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7
<b>2003</b>	Janvier	112,4	15,1	33,9	42,1	49,9	5,5	69,0	327,9	8,7
	Février	112,4	15,1	34,0	42,3	50,0	5,4	70,8	330,2	9,5
	Mars	112,7	15,2	34,2	42,5	50,2	5,4	73,7	333,9	10,5
	Avril	113,4	15,3	34,6	42,9	50,3	5,4	76,3	338,3	11,1
	Mai	113,3	15,2	34,6	42,8	50,3	5,4	77,1	338,7	11,3
	Juin	113,3	15,3	34,7	42,8	50,3	5,4	78,2	340,0	11,9
	Juillet	113,3	15,4	35,1	43,1	50,6	5,5	81,0	343,9	12,1
	Août	112,6	15,4	35,4	43,0	51,0	5,6	82,6	345,5	11,8
	Septembre	111,3	15,2	35,2	42,5	51,4	5,6	82,5	343,7	10,8

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17  
Dépôts à terme  
≤ 2 ans

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

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
							Encours	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>	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	25,3	0,6	48,8	4,8	53,6	- 10,4
	Juillet	22,4	25,2	0,5	48,1	5,7	53,8	- 13,5
	Août	22,3	25,0	0,5	47,8	5,1	52,9	- 16,8
	Septembre	21,5	24,9	0,4	46,8	5,0	51,2	- 18,3

> 2 ans

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

		Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
		PEL	PEP	Autres					Encours	Taux de Croissance annuel
<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>	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	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3	2,1
<b>2003</b>	Janvier	206,8	48,0	16,9	5,5	0,1	277,3	9,9	287,2	1,5
	Février	207,1	47,7	17,0	5,4	0,1	277,2	10,8	288,0	2,5
	Mars	207,3	47,3	16,6	6,3	0,1	277,6	11,2	288,8	3,5
	Avril	207,4	47,0	16,5	6,4	0,1	277,4	11,3	288,7	3,9
	Mai	207,4	46,7	16,6	7,2	0,1	278,0	11,4	289,4	4,4
	Juin	207,1	46,3	17,0	8,2	0,1	278,7	10,7	289,4	4,8
	Juillet	207,5	46,0	16,6	8,4	0,1	278,6	10,9	290,2	5,2
	Août	208,4	45,9	16,3	8,6	0,1	279,2	10,9	290,8	5,1
	Septembre	208,8	45,8	16,2	8,4	0,1	279,2	10,9	290,9	5,3

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

**Tableau 18**  
**Crédits des institutions financières monétaires**  
 Répartition par réseaux distributeurs

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

		Métropole + Monaco			Autres institutions financières monétaires (c)	Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)		Encours	Taux de croissance annuel
<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>	Septembre	945,1	103,0	191,2	19,0	1 258,3	4,9
	Octobre	948,2	102,4	189,9	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	17,2	1 258,2	4,3
<b>2003</b>	Janvier	945,6	100,0	190,2	16,3	1 252,1	3,1
	Février	952,1	101,5	191,3	16,8	1 261,7	3,5
	Mars	967,0	105,6	192,5	18,4	1 283,5	4,0
	Avril	972,7	103,2	192,5	18,6	1 287,1	3,2
	Mai	967,3	103,8	192,0	19,4	1 282,4	3,5
	Juin	970,4	108,5	192,7	16,1	1 287,7	3,6
	Juillet	971,2	107,1	193,4	16,3	1 287,9	4,0
	Août	966,6	107,9	192,4	17,0	1 283,8	3,8
	Septembre	966,8	111,5	193,6	17,1	1 289,0	4,0

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

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

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

## Répartition par secteurs bénéficiaires

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

		Secteur privé		Administrations publiques		Total	
		Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
<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>	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	3,1	1 252,1	3,1
	Février	1 138,7	3,5	123,0	3,1	1 261,7	3,5
	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	3,2
	Mai	1 156,2	2,7	126,2	11,4	1 282,4	3,5
	Juin	1 160,8	2,8	126,9	10,5	1 287,7	3,6
	Juillet	1 162,4	3,5	125,6	9,6	1 287,9	4,0
	Août	1 157,3	3,1	126,4	10,6	1 283,8	3,8
	Septembre	1 161,9	3,6	127,1	7,7	1 289,0	4,0

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 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

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

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	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>	Septembre	199,4	163,6	167,8	530,8	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	3,9
<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	2,8
	Avril	204,0	158,9	168,3	531,2	2,4
	Mai	203,0	154,7	168,7	526,4	2,3
	Juin	204,5	151,6	169,8	525,9	1,2
	Juillet	205,2	149,7	169,1	524,0	0,4
	Août	204,6	149,0	169,2	522,8	0,6
	Septembre	205,0	144,0	169,6	518,6	0,3

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

**Crédits des établissements de crédit aux ménages**  
 Répartition par objets de financement

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

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
<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>	Septembre	344,2	106,2	82,9	533,3	7,0
	Octobre	346,3	106,4	82,5	535,0	7,2
	Novembre	347,7	106,7	81,8	535,7	6,5
	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8	7,2
<b>2003</b>	Janvier	352,8	106,9	81,4	541,1	6,7
	Février	354,5	106,5	84,3	545,2	7,3
	Mars	356,8	108,1	83,2	548,1	7,2
	Avril	358,9	108,7	83,3	551,0	7,1
	Mai	360,3	109,1	83,7	553,0	6,8
	Juin	363,0	110,5	83,2	556,6	6,8
	Juillet	368,9	110,5	83,1	562,5	7,1
	Août	371,8	109,2	82,7	563,7	7,1
	Septembre	375,7	110,3	83,1	569,1	7,4

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 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 %)*

		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<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>	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	252,4	295,0	0,8
<b>2003</b>	Janvier	45,2	255,7	300,9	2,6
	Février	44,5	257,6	302,0	1,7
	Mars	47,6	262,3	309,9	4,0
	Avril	46,0	261,9	307,9	4,5
	Mai	47,0	264,3	311,3	5,4
	Juin	43,7	268,4	312,0	7,3
	Juillet	44,9	268,5	313,4	7,4
	Août	45,3	269,1	314,3	8,0
	Septembre	42,4	267,0	309,4	6,7

Source : Banque de France

Réalisé le 5 novembre 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 %)*

		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<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>	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	657,8	745,9	8,4
<b>2003</b>	Janvier	89,1	660,4	749,5	8,8
	Février	93,3	673,5	766,7	9,6
	Mars	93,2	685,8	779,0	10,2
	Avril	96,8	684,9	781,7	11,5
	Mai	100,6	702,5	803,1	12,4
	Juin	102,5	715,6	818,1	12,0
	Juillet	103,7	705,9	809,6	12,8
	Août	103,6	705,3	808,9	12,3
	Septembre	106,6	726,5	833,1	14,2

Source : Banque de France

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

Tableau 23

**Endettement intérieur total (EIT)**

Répartition par agents

		<i>(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>			
		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      6,9
<b>2000</b>	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4      9,6
<b>2001</b>	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8      7,2
<b>2002</b>	Septembre	549,1	1 077,9	897,7	2 524,8      4,2
	Octobre	552,4	1 092,8	903,8	2 549,1      5,1
	Novembre	551,8	1 098,6	904,8	2 555,2      4,8
	Décembre	557,8	1 093,4	915,1	2 566,3      5,5
<b>2003</b>	Janvier	556,7	1 101,7	910,9	2 569,3      5,3
	Février	561,0	1 108,3	929,9	2 599,1      6,0
	Mars	563,8	1 119,3	945,3	2 628,4      6,2
	Avril	566,9	1 124,7	944,5	2 636,2      6,3
	Mai	569,1	1 124,4	967,9	2 661,4      6,9
	Juin	572,5	1 116,7	984,2	2 673,4      6,1
	Juillet	578,4	1 113,6	942,6	2 634,6      6,7
	Août	579,7	1 117,2	942,7	2 639,5      7,0
	Septembre	585,1	1 107,9	972,0	2 665,0      7,7

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

Source : Banque de France

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

Tableau 23 (suite)  
**Endettement intérieur total (EIT) (suite)**  
 Répartition par instruments

	(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)				
	Encours Septembre 2003	Décembre 2001	Décembre 2002	Taux de croissance annuel Août 2003	Septembre 2003
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2 665,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>
Ménages et assimilés (a)	585,1	5,8	7,0	6,8	7,2
≤ 1 an	31,5	6,1	3,9	3,5	6,5
> 1 an	553,6	5,8	7,2	7,0	7,2
Sociétés non financières	1 107,9	10,5	3,2	4,0	4,4
≤ 1 an	362,7	3,0	- 3,8	- 1,4	1,0
> 1 an	745,2	15,1	7,1	6,9	6,1
Administrations publiques	972,0	4,3	7,4	10,8	12,0
≤ 1 an	135,0	7,7	38,8	18,1	21,7
> 1 an	837,0	3,8	2,9	9,5	10,2
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>1 267,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>
Ménages et assimilés (a)	585,1	5,8	7,0	6,8	7,2
≤ 1 an	31,5	6,1	3,9	3,5	6,5
> 1 an	553,6	5,8	7,2	7,0	7,2
Sociétés non financières	553,0	3,6	3,8	0,6	0,5
≤ 1 an	111,7	- 6,1	- 6,6	- 13,7	- 12,0
> 1 an	441,3	7,1	7,1	5,0	4,2
Administrations publiques	129,2	- 2,7	3,4	4,9	2,2
≤ 1 an	18,7	- 16,4	41,0	- 21,7	- 19,1
> 1 an	110,5	- 0,9	- 0,7	9,2	5,8
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>245,6</b>	<b>13,4</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>	<b>10,9</b>
<b>Financements de marchés</b>	<b>1 142,5</b>	<b>10,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,1</b>	<b>12,0</b>
Sociétés non financières	309,4	23,7	0,8	8,0	6,7
≤ 1 an	42,4	- 1,1	- 24,9	- 3,7	- 7,7
> 1 an	267,0	31,4	7,0	10,2	9,4
Administrations publiques	833,1	5,8	8,4	12,3	14,2
≤ 1 an	106,6	21,6	68,1	35,7	42,1
> 1 an	726,5	4,7	3,5	9,5	11,0
<b>Financement monétaire du Trésor public</b>	<b>9,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>

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

(b) IF (institutions financières) : institutions financières monétaires et autres intermédiaires financiers (Caisse nationale des autoroutes (CNA), Caisse nationale des télécommunications (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 comptes chèques postaux (CCP) ne sont plus centralisés par le Trésor public et ne constituent donc plus un financement monétaire de ce dernier.

Source : Banque de France

Réalisé le 5 novembre 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>	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	3,05	2,13	4,18
	Août	2,25	2,44	2,14	3,43
	Septembre	2,25	2,44	2,15	3,48

Source : Banque de France

Réalisé le 31 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	4,44
<b>2000</b>	Décembre	9,79	6,99	5,98	5,91
<b>2001</b>	Décembre	9,58	6,29	4,95	5,29
<b>2002</b>	Septembre	9,38	6,04	4,66	4,99
	Octobre	8,99	5,95	4,56	4,77
	Novembre	8,99	5,95	4,56	4,77
	Décembre	8,99	5,95	4,54	4,77
<b>2003</b>	Janvier	8,86	5,69	4,32	4,65
	Février	8,86	5,69	4,32	4,65
	Mars	8,86	5,69	4,34	4,65
	Avril	8,68	5,53	4,12	4,55
	Mai	8,68	5,53	4,12	4,55
	Juin	8,68	5,53	4,12	4,55
	Juillet	8,40	5,16	3,82	4,19
	Août	8,40	5,16	3,82	4,19
	Septembre	8,40	5,16	3,82	4,19

Source : Banque de France

Réalisé le 31 octobre 2003  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26

## Taux des crédits et seuils de l'usure

	(en %)		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2003	Taux effectif pratiqué au 3 <sup>e</sup> trimestre 2003	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													
Valeur nominale	1 310					375	195						1 880
Prix d'émission	103,42					107,49	107,20						
Émission brute	1 355					403	209						1 967
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques													
Valeur nominale			1	1		1							3
Prix d'émission			116,53	116,01		117,37							
Émission brute			1	1		1							3
OATéi 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			1 645			20 523
Prix d'émission			100,42	98,03	98,39	102,21	100,11			99,34			
Émission brute			6 130	3 328	3 560	1 577	4 223			1 634			20 452
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		3 089				9 567
Prix d'émission		102,98		101,48	101,85	103,43	103,29		101,78*				
Émission brute		2 877		900	683	1 488	710		3 144				9 802
OAT 4 % Octobre 2013													
Valeur nominale									6 880				6 880
Prix d'émission									96,63				
Émission brute									6 648				6 648
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques													
Valeur nominale									60	63			123
Prix d'émission									98,66	101,35			
Émission brute									59	64			123
OATé 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			2 325			5 570
Prix d'émission						99,85	96,98			96,75			
Émission brute						3 656	1 851			2 249			5 507
OATi 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale					599								599
Prix d'émission					111,35								
Émission brute					667								667
OATéi 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale	587								549				1 136
Prix d'émission	109								107,11				
Émission brute	640								588				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	4 033			61 908
Émissions brutes	7 693	6 986	6 186	5 646	7 070	7 159	7 691	25	10 439	3 947			62 842
Amortissements	0	0	0	15 313	0	0	400	275	0	15 600			31 588
Émissions nettes	7 693	6 986	6 186	- 9 667	7 070	7 159	7 291	- 250	10 439	- 11 653			31 255
TOTAL CUMULÉ 2003													
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745	32 562	39 613	47 272	47 297	57 875	61 908			
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457	58 895	62 842			
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988	15 988	31 588			
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469	42 908	31 255			
TOTAL CUMULÉ 2002													
Valeur nominale	6 337	11 504	20 508	20 595	26 065	36 438	36 438	36 461	42 969	49 708	52 946	52 979	
Émissions brutes	6 321	11 738	20 564	20 651	26 039	32 196	36 390	36 414	43 047	49 843	53 104	53 138	
Amortissements	0	225	1 070	3 573	5 729	5 759	5 759	5 759	5 759	5 759	18 525	18 525	
Émissions nettes	6 321	11 513	19 494	17 078	20 310	26 467	30 631	30 655	37 288	44 084	34 579	34 613	

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

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

(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 3 novembre 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 actuariel (c)	Date d'amortissement final	Date de règlement
Marché parisien								
OAT 4,25 % Avril 2019	1	95	2 249,44	96,75	4,25	4,54	25.04.2019	07.10.2003
OAT 4 % Octobre 2013	1	95	1 634,14	99,34	4,00	4,08	25.10.2013	07.10.2003
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques	2	95	63,96	101,35	4,00	3,83	25.10.2013	27.10.2003
OATi 3 % juillet 2009 personnes physiques	3	95	0,42	117,65	3,00	1,24	25.07.2009	27.10.2003
Affine Octobre 2003 TV ORA	4	49	20,00	100,00	DIV		15.10.2023	15.10.2003
Axa Octobre 2003 ORA 0 %	5	28	1 405,63	100,00	ZER	2,40	21.12.2004	21.10.2003
SG 4,55 % Octobre 2003 TSDD	6	32	119,85	99,87	4,55	4,56	13.10.2015	13.10.2003
BNP Paribas Octobre 2003 TV	7	32	47,00	100,00	ENA		03.04.2006	03.10.2003
BFBP Octobre 2003 TV TSDD	8	34	49,80	99,60	ENA		06.10.2006	06.10.2003
BFBP Octobre 2003 TV TSDD	9	34	24,94	99,77	3XM		06.10.2006	06.10.2003
BFBP Octobre 2003 TV TSDD	10	34	49,80	99,60	ENA		06.10.2006	06.10.2003
BFBP 4,30 % Octobre 2003 TSDD	11	34	80,83	99,79	4,30	4,33	27.10.2013	27.10.2003
Quantel Eur.3m Oct.03 OBSAR	12	28	1,84	100,00	3XM		23.10.2008	23.10.2003
dma 2,5 % Oct.03 O.F.EMTN	13	49	995,98	99,60	2,50		27.10.2005	27.10.2003
CFF CMS Octobre 2003 EMTN	14	49	93,39	103,77	DIV		15.07.2014	15.10.2003
Accor 1,75 % Octobre 2003 Océane	15	28	616,00	100,00	1,75		01.01.2008	24.10.2003
CRH 4,25 % Octobre 2003 O.F.	16	65	58,75	97,92	4,25	4,49	25.10.2014	29.10.2003
CRH 5 % Octobre 2003 OF	17	65	89,13	104,86	5,00	4,39	25.10.2013	29.10.2003
CIC Eonia Octobre 2003	18	32	37,35	99,59	ENA		31.10.2006	31.10.2003
FLO 3 % Octobre 2003 ORA		28	34,00	100,00	3,00		30.11.2011	29.10.2003
TOTAL			7 672,25					
(Pour mémoire coupon couru)			107,19					

(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 3 novembre 2003  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

**Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en octobre 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 **OAT 4 % octobre 2013 destinées aux personnes physiques. Assimilation immédiate** à « l'OAT 4 % Octobre 2013 » (ISIN FR0010011130), après paiement du coupon.
- 3 **OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2004, sera calculé *pro rata temporis* et s'élèvera à 0,02246 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2004 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424).
- 4 **Obligations remboursables en actions (ORA)** : remboursable le 15 octobre 2023 par remise de 200 actions pour une ORA de 10 000 euros de nominal. Le coupon sera calculé en fonction de l'évolution de la moyenne des cours de clôture de l'action au cours des douze mois précédant la date de versement du dividende, du montant du dividende et du coupon incrémenté. Il sera payé bi-annuellement. Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE) : à compter du 15 octobre 2008, la société pourra convertir tout ou partie des ORA en actions si la moyenne des cours de clôture de l'action sur 40 séances de bourse est supérieure au prix d'émission et, à compter du 15 octobre 2013, la société pourra rembourser en numéraire tout ou partie des ORA. Amortissement anticipé au gré du détenteur (AGD) : les obligataires auront la possibilité de demander le remboursement de leurs ORA à raison de 200 actions pour une ORA à tout moment à compter du 15 octobre 2013, sauf du 15 novembre au 31 décembre de chaque année.
- 5 **Obligations remboursables en actions (ORA)** : ORA remboursable en numéraire le 21 décembre 2004 par la remise d'une action pour une obligation.
- 6 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).**
- 7 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).** Intérêt : Eonia, payable annuellement à partir du 3 avril 2004. Le premier coupon, payable le 3 avril 2004, sera atypique.
- 8 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).** Intérêt : Eonia, payable annuellement à partir du 6 octobre 2004.
- 9 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).** Intérêt : Euribor 3 mois, payable trimestriellement les 6 octobre, 6 janvier, 6 avril et 6 juillet à partir du 6 janvier 2004.
- 10 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).** Intérêt : Eonia, payable annuellement à partir du 6 octobre 2004.
- 11 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).**
- 12 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR)** : À chaque obligation, sont attachés 10 bons de souscription d'action remboursables (OBSAR), un bon donnant droit de souscrire une action de 1 euro au prix de 7,60 euros du 23 octobre 2003 au 23 octobre 2008. Les intérêts sont trimestriels et calculés sur l'Euribor 3 mois et seront payés les 23 janvier, 23 avril, 23 juillet et 23 octobre de chaque année. **Remboursement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de tout ou partie des obligations restant en circulation à compter du 23 octobre 2003 jusqu'au 23 octobre 2008.
- 13 **Obligations foncières**, émis dans le cadre de son programme *Euro medium term note*.
- 14 **Obligations foncières**, émis dans le cadre de son programme *Euro medium term note* et assimilables immédiatement à l'emprunt Compagnie Financière Foncière CMS Juillet 2002 (FR0000480105). Intérêt indexé sur le CMS 10 payable trimestriellement les 15 octobre, janvier, avril et juillet de chaque année.
- 15 **Obligations à option de conversion et ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (Océanes)** : les porteurs pourront, à tout moment à compter du 24 octobre 2003 et jusqu'au 7<sup>e</sup> jour ouvré qui précède la date de remboursement, demander la conversion et/ou l'échange d'une action Accor de 3 euros pour une obligation. **Exceptionnellement**, le premier coupon payable le 1<sup>er</sup> janvier 2005 s'élèvera à 0,83753 euro par titre. Amortissement normal le 1<sup>er</sup> janvier 2008. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation. **Amortissement résiduel** : la société pourra rembourser, à tout moment, la totalité des obligations restant en circulation, si leur nombre est inférieur à 10 % du nombre des obligations émises.
- 16 **Obligations foncières** immédiatement assimilables à l'emprunt CRH 4,25 % Septembre 2003 (FR0010018275).
- 17 **Obligations foncières** immédiatement assimilables à l'emprunt CRH 5 % Mars 2002 (FR0000488702).
- 18 **Intérêt** : le taux d'intérêt est indexé sur l'Eonia et sera payable annuellement à terme échu le 7 novembre de chaque année.



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		
	Sept.	9 mois	Année	Sept.	9 mois	Année	Août	Sept.	9 mois	Août	Sept.	9 mois
<b>Émissions en euros</b>	<b>15,3</b>	<b>156,3</b>	<b>201,0</b>	<b>11,9</b>	<b>46,6</b>	<b>58,9</b>	<b>2,9</b>	<b>28,4</b>	<b>220,8</b>	<b>- 0,2</b>	<b>23,6</b>	<b>106,6</b>
Administrations publiques	12,3	79,0	98,0	11,0	21,9	24,2	0,0	21,8	120,6	- 0,6	20,9	70,6
<i>dont État</i>	12,3	77,5	96,0	11,0	23,7	27,4	0,0	16,5	105,1	- 0,6	15,6	55,6
Institutions financières monétaires	2,4	50,8	68,8	- 0,4	12,3	17,8	2,0	4,3	57,1	0,6	2,2	16,7
Institutions financières non monétaires	0,0	3,4	3,9	- 0,1	1,1	1,5	0,0	0,6	2,6	0,0	0,6	1,6
Sociétés non financières	0,5	23,2	30,2	1,4	11,3	15,4	0,8	1,7	40,5	- 0,2	0,0	17,6
<b>Émissions en devises</b>	<b>2,8</b>	<b>26,7</b>	<b>33,5</b>	<b>- 0,1</b>	<b>3,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>23,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>7,5</b>
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 1,4	- 1,8	0,0	0,4	0,4	0,0	0,4	- 0,1
Institutions financières monétaires	2,3	22,7	26,8	- 0,3	5,0	6,3	2,2	1,9	18,5	1,4	1,0	6,8
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	0,6	4,0	6,6	0,3	- 0,2	1,0	0,0	0,0	4,3	0,2	0,0	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 3 novembre 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

	<i>(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)</i>					
	2000 Décembre	2001 Décembre	2002 Décembre	2003 Juillet	2003 Août	2003 Septembre
<b>Titres en euros</b>	<b>1 079,5</b>	<b>1 156,8</b>	<b>1 214,4</b>	<b>1 296,2</b>	<b>1 296,1</b>	<b>1 319,0</b>
Administrations publiques	600,0	630,6	655,0	703,8	703,2	724,1
<i>dont État</i>	<i>573,0</i>	<i>600,4</i>	<i>627,9</i>	<i>667,0</i>	<i>666,4</i>	<i>682,1</i>
Institutions financières monétaires	294,9	300,9	316,4	330,5	331,2	333,3
Institutions financières non monétaires	27,6	29,6	31,1	32,1	32,1	32,7
Sociétés non financières	157,1	195,8	211,9	229,8	229,7	228,9
<b>Titres en devises</b>	<b>96,4</b>	<b>123,8</b>	<b>114,8</b>	<b>111,8</b>	<b>116,5</b>	<b>113,1</b>
Administrations publiques	6,7	4,8	2,7	2,1	2,1	2,4
Institutions financières monétaires	64,2	74,6	71,0	70,5	74,3	72,0
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	38,6	39,4	38,1

Source : Banque de France

Réalisé le 3 novembre 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>										
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	46,3	36,9	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	333,2
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	33,3	1,7	5,2	12,4	1,5	1,0	325,9
Octobre	153,5	66,9	46,8	36,3	1,7	5,3	13,0	1,5	1,2	326,2

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 6 novembre 2003  
DOM – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

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

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

	Fin 2000 (r)	Décembre 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)	Septembre 2002 (p)	Décembre 2002 (p)	Mars 2003 (p)	Juin 2003 (p)
<b>Encours des non-résidents (a)</b>								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	465,6	404,3	412,5	342,8	257,9	279,3	245,6	273,8
Source : Position extérieure	579,9	485,2	494,9	419,3	302,2	339,2	291,0	342,8
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	195,9	242,6	251,2	263,5	265,1	278,4	296,8	317,7
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	112,1	138,9	144,8	152,3	171,9	181,8	200,6	210,5
Source : Position extérieure	115,8	145,9	151,0	157,8	167,8	171,7	184,4	194,6
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	80,1	96,7	100,2	105,7	97,3	106,7	112,4	123,1
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	32,0	40,4	42,0	43,1	39,4	36,7	35,1	35,3
Source : Position extérieure	159,0	189,8	187,8	187,5	191,4	188,8	190,5	200,5
<b>Part des non-résidents (d)</b>								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	37,5	36,5	36,9	36,5	35,9	35,9	35,2	33,7
Source : Position extérieure	39,8	39,3	39,2	39,4	38,1	39,2	38,8	38,7
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	29,7	34,8	35,2	35,5	34,7	35,8	36,2	37,3
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	27,9	32,5	33,2	35,0	36,0	38,6	41,1	41,2
Source : Position extérieure	25,2	30,2	30,3	31,1	31,1	32,1	32,6	34,2
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	40,0	45,2	46,6	45,0	43,6	44,0	44,0	43,6
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	10,9	13,5	14,2	14,6	13,0	11,9	11,0	11,5
Source : Position extérieure	33,1	37,3	36,8	37,0	37,8	36,3	36,9	38,1
<b>Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB</b>								
1. Actions cotées	102,8	84,3	85,7	71,8	53,2	57,4	49,0	57,7
2. Dette publique négociable	46,6	47,6	48,5	50,0	51,2	51,6	53,6	55,4
3. Autres obligations (hors État)	33,9	34,8	34,6	34,2	33,9	34,5	33,7	34,2

(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 26 septembre 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	
			2 ans	5 ans		2 ans	5 ans
2000	Septembre	6 804	2 002	1 490	260	4	456
	Octobre	7 031		3 624	207		241
	Novembre	6 099	1 425	2 383	194		83
	Décembre	6 589	1 241	908	356		86
2001	Janvier	10 202	1 507	1 768	507		18
	Février	9 819	1 395	1 888	243		455
	Mars	10 093	1 311	1 830	409	25	468
	Avril	13 019		3 727	174		35
	Mai	6 320	1 533	1 908	459	10	15
	Juin	6 406	1 123	2 145	259	22	501
	Juillet	9 534	936	2 209	227	7	482
	Août	13 830	690	1 793	659		368
	Septembre	7 920	3 895		487	81	
	Octobre	10 348	2 278	1 117	661	149	318
	Novembre	11 733		3 641	734		577
	Décembre	7 505	702	1 049	221		
2002	Janvier	13 058	2 120	3 150	316		
	Février	12 443	2 084	1 910	148	20	582
	Mars	11 549	1 995	3 005	431		
	Avril	16 354			507		
	Mai	12 041		5 401	707		45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262		54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696		589
	Août	13 304			167		
	Septembre	16 699	5 001		684	686	
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444		550
	Novembre	15 009	1 520	2 392	645		
	Décembre	25 708			1 104		
2003	Janvier	15 992		5 315	839		745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	87	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900		726
	Juin	24 443		5 175	1 895		785
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234		
	Août	17 542			216		
	Septembre	22 847	1 991	3 240	513		768

Source : Banque de France

 Réalisé le 30 octobre 2003  
 Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34  
Titres d'OPCVM  
Encours

	(encours en milliards d'euros)						
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Septembre 2002	Décembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
<b>Sicav</b>	<b>316,4</b>	<b>328,0</b>	<b>311,6</b>	<b>278,0</b>	<b>275,1</b>	<b>290,4</b>	<b>276,3</b>
Monétaires	125,3	121,4	131,2	141,3	139,8	152,0	141,3
Obligations	63,8	57,3	54,3	48,9	47,7	45,2	45,2
Actions	88,6	105,0	87,0	57,4	59,8	65,0	62,4
Diversifiées	38,2	43,5	38,7	30,0	27,4	27,8	27,1
Garanties	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
<b>FCP</b>	<b>331,4</b>	<b>414,7</b>	<b>449,1</b>	<b>464,9</b>	<b>477,4</b>	<b>543,7</b>	<b>548,2</b>
Monétaires	51,5	81,3	102,5	126,5	124,6	142,4	146,7
Obligations	57,6	69,6	80,7	90,8	95,1	110,3	111,5
Actions	66,1	76,6	76,9	60,4	62,2	75,1	74,2
Diversifiés	123,2	154,1	151,8	145,5	149,2	161,0	160,7
Garantis	33,0	33,1	37,2	41,7	46,3	54,9	55,1
<b>OPCVM</b>	<b>647,8</b>	<b>742,7</b>	<b>760,7</b>	<b>742,9</b>	<b>752,5</b>	<b>834,1</b>	<b>824,5</b>
Monétaires	176,8	202,7	233,7	267,8	264,4	294,4	288,0
Obligations	121,4	126,9	135,0	139,7	142,8	155,5	156,7
Actions	154,7	181,6	163,9	117,8	122,0	140,1	136,6
Diversifiés	161,4	197,6	190,5	175,5	176,6	188,8	187,8
Garantis	33,5	33,9	37,6	42,1	46,7	55,3	55,4

NB : À l'inverse de la méthode retenue par la Banque de France pour agréger le bilan des IFM, ces statistiques excluent les OPCVM nourriciers.  
Par OPCVM nourricier, on entend ceux dont l'actif est investi en totalité et en permanence en titres d'un seul OPCVM dit « maître ».

Source : Commission des opérations de bourse

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

## Rendement annuel des titres d'OPCVM

	(en %)						
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Septembre 2002	Décembre 2002	Août 2003	Septembre 2003
OPCVM monétaires	2,6	3,9	4,3	3,3	3,2	2,7	2,6
OPCVM obligataires	- 1,4	4,9	4,9	5,6	7,2	6,3	6,1
OPCVM actions	47,9	- 3,4	- 19,2	- 25,0	- 31,7	- 0,8	9,4
OPCVM diversifiés	25,9	- 0,3	- 6,6	- 10,0	- 14,1	2,5	5,7
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 31 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			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>Target</b>	<b>925</b>	<b>1 033</b>	<b>1 299</b>	<b>1 552</b>	<b>1 777</b>	<b>1 703</b>	<b>1 530</b>	<b>87</b>
Transfrontière	360	432	506	485	574	552	494	28
Domestique	565	601	793	1 066	1 203	1 151	1 037	59
<b>Systèmes nets</b>	<b>418</b>	<b>445</b>	<b>456</b>	<b>269</b>	<b>265</b>	<b>245</b>	<b>228</b>	<b>13</b>
PNS	93	86	88	78	76	68	60	3
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—
SEPI	4	2	1	1	1	1	1	0
POPS	nd	nd	nd	2	2	1	1	0
Euro 1 (ABE)	171	195	205	188	185	174	166	9
<b>Total</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>2 042</b>	<b>1 948</b>	<b>1 759</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			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>Target</b>	<b>163 157</b>	<b>188 157</b>	<b>211 282</b>	<b>253 016</b>	<b>264 349</b>	<b>262 839</b>	<b>237 591</b>	<b>58</b>
Transfrontière	28 777	39 878	45 273	53 858	60 219	59 670	53 764	13
Domestique	134 380	148 279	166 009	199 158	204 131	203 170	183 827	45
<b>Systèmes nets</b>	<b>139 159</b>	<b>173 704</b>	<b>200 604</b>	<b>174 147</b>	<b>195 525</b>	<b>194 392</b>	<b>169 938</b>	<b>42</b>
PNS	20 066	21 759	31 512	29 686	29 790	29 015	24 492	6
EAF	46 706	51 041	50 991	—	—	—	—	—
SEPI	4 254	3 837	5 375	6 965	7 089	7 077	5 676	1
POPS	nd	nd	nd	2 592	4 540	2 365	2 342	0,6
Euro 1 (ABE)	68 132	97 067	112 727	134 905	154 105	155 935	137 428	34
<b>Total</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>459 874</b>	<b>457 231</b>	<b>407 529</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 Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 22 octobre 2003  
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

**Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)**

France

*Capitaux échangés*

<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)</i>								
	1999	2000	2001	2002	2003			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>Target</b>	<b>256</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>356</b>	<b>399</b>	<b>389</b>	<b>348</b>	<b>85</b>
Transfrontière (en émission)	55	60	75	69	82	78	68	17
<i>(Transfrontière en réception)</i>	<i>(58)</i>	<i>(62)</i>	<i>(75)</i>	<i>(69)</i>	<i>(82)</i>	<i>(78)</i>	<i>(68)</i>	<i>(17)</i>
Domestique (TBF)	200	207	270	287	317	311	280	69
<b>PNS</b>	<b>93</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>68</b>	<b>60</b>	<b>15</b>
<b>Total</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>475</b>	<b>457</b>	<b>408</b>	<b>100</b>

*Nombre d'opérations*

<i>(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)</i>								
	1999	2000	2001	2002	2003			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>Target</b>	<b>8 146</b>	<b>11 903</b>	<b>14 966</b>	<b>14 958</b>	<b>16 009</b>	<b>15 207</b>	<b>13 254</b>	<b>35</b>
Transfrontière (en émission)	3 395	4 515	5 309	6 471	7 168	6 962	5 887	16
<i>(Transfrontière en réception)</i>	<i>(3 636)</i>	<i>(5 504)</i>	<i>(5 907)</i>	<i>(6 674)</i>	<i>(7 187)</i>	<i>(7 205)</i>	<i>(6 328)</i>	<i>(17)</i>
Domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 840	8 245	7 367	20
<b>PNS</b>	<b>20 066</b>	<b>21 629</b>	<b>31 512</b>	<b>29 686</b>	<b>29 790</b>	<b>29 015</b>	<b>24 492</b>	<b>65</b>
<b>Total</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>45 799</b>	<b>44 223</b>	<b>37 745</b>	<b>100</b>

*Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière*

<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)</i>								
	1999	2000	2001	2002	2003			
					Juin	Juillet	Août	Part
Titres français négociables	15,2	10,6	12,0	10,7	13,2	10,0	12,4	44,8
Créances privées (PGI-TRICP)	12,7	13,3	10,9	8,4	7,6	7,5	6,5	23,5
Titres mobilisés par le CCBM	3,8	3,3	2,2	2,2	3,9	4,3	5,2	19,0
Titres mobilisés par les liens	0,2	2,2	1,9	3,5	4,4	3,4	3,5	12,8
<b>Total</b>	<b>31,9</b>	<b>31,9</b>	<b>27,3</b>	<b>24,8</b>	<b>29,1</b>	<b>25,1</b>	<b>27,6</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 22 octobre 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			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>France</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>475</b>	<b>457</b>	<b>408</b>	<b>23,2</b>
Target transfrontière	55	60	75	69	82	78	68	3,9
Target domestique (TBF)	200	207	270	287	317	311	280	15,9
PNS	93	86	88	78	76	68	60	3,4
<b>Allemagne</b>	<b>261</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	<b>489</b>	<b>533</b>	<b>504</b>	<b>469</b>	<b>26,7</b>
Target transfrontière	95	111	131	129	152	142	128	7,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	16	94	164	360	381	362	341	19,4
EAF	151	163	162	—	—	—	—	—
<b>Espagne</b>	<b>122</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>250</b>	<b>315</b>	<b>310</b>	<b>264</b>	<b>15,0</b>
Target transfrontière	14	16	20	18	21	21	21	1,2
Target domestique (SLBE)	105	118	188	231	293	288	242	13,8
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>108</b>	<b>92</b>	<b>85</b>	<b>4,8</b>
Target transfrontière	27	37	39	34	37	33	27	1,5
Target domestique (BI-REL)	68	72	67	64	71	59	58	3,3
<b>Royaume-Uni</b>	<b>77</b>	<b>95</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>6,6</b>
Target transfrontière	59	75	91	85	99	96	88	5,0
Target domestique (Chaps Euro) (a)	18	20	27	26	37	29	28	1,6
<b>Autres</b>	<b>438</b>	<b>416</b>	<b>432</b>	<b>437</b>	<b>476</b>	<b>460</b>	<b>417</b>	<b>23,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1 343</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>2 042</b>	<b>1 948</b>	<b>1 759</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			
					Juin	Juillet	Août	Part
<b>France</b>	<b>28 213</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>45 799</b>	<b>44 223</b>	<b>37 745</b>	<b>9,3</b>
Target transfrontière	3 395	4 515	5 309	6 471	7 168	6 962	5 887	1,4
Target domestique (TBF)	4 752	7 388	9 657	8 487	8 840	8 245	7 367	1,8
PNS	20 066	21 629	31 512	29 686	29 790	29 015	24 492	6,0
<b>Allemagne</b>	<b>118 931</b>	<b>135 329</b>	<b>158 866</b>	<b>125 070</b>	<b>129 109</b>	<b>129 239</b>	<b>120 735</b>	<b>29,6</b>
Target transfrontière	10 301	14 433	14 715	16 852	18 189	18 107	16 418	4,0
Target domestique (ELS puis RTGS+)	61 923	69 962	93 160	108 218	110 920	111 132	104 317	25,6
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>20 682</b>	<b>20 526</b>	<b>16 424</b>	<b>4,0</b>
Target transfrontière	681	1 080	1 230	1 731	2 333	2 250	1 848	0,5
Target domestique (SLBE)	8 109	8 329	9 175	10 369	11 260	11 200	8 901	2,2
SEPI	4 254	3 833	5 375	6 965	7 089	7 077	5 676	1,4
<b>Italie</b>	<b>39 392</b>	<b>40 787</b>	<b>40 208</b>	<b>37 696</b>	<b>37 291</b>	<b>37 041</b>	<b>30 257</b>	<b>7,4</b>
Target transfrontière	3 242	4 572	5 334	6 173	6 570	6 536	5 549	1,4
Target domestique (BI-REL)	36 150	36 214	34 874	31 523	30 721	30 505	24 708	6,1
<b>Royaume-Uni</b>	<b>5 814</b>	<b>7 851</b>	<b>10 156</b>	<b>14 370</b>	<b>17 184</b>	<b>16 820</b>	<b>15 819</b>	<b>3,9</b>
Target transfrontière	3 302	4 902	6 503	9 555	11 410	11 261	10 686	2,6
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 513	2 949	3 653	4 815	5 774	5 559	5 133	1,3
<b>Autres</b>	<b>96 923</b>	<b>131 120</b>	<b>140 399</b>	<b>186 317</b>	<b>209 808</b>	<b>209 384</b>	<b>186 549</b>	<b>45,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>302 316</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>459 874</b>	<b>457 231</b>	<b>407 529</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 22 octobre 2003

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

## Unités de la Banque de France ayant contribué au présent *Bulletin*

Pour toute information complémentaire sur le contenu de la publication, composer l'indicatif : 01 42 92 suivi des 4 chiffres du n° de poste mentionné.

### Composantes

#### Actualité

##### 1. La situation économique de la France

1.1. *L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)*

1.2. *L'évolution des prix*

1.3. *La compétitivité*

1.4. *Le commerce extérieur*

1.5. *La balance des paiements*

##### 2. La monnaie, les placements et les financements

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

2.2. *Le financement de l'économie française*

2.3. *Les placements intermédiés*

##### 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

Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants

Enquête financière – Troisième trimestre 2003

#### Résumés d'études

Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2002

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2003

Unités concernées	Postes
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. des Études de marché et des Relations avec la place – SEMASFI	47 63
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. Études et des Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. Études économiques et de la Recherche – SEPMF	38 29
Dir. de la Conjoncture – SCC	39 27
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SEVAM	49 16
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SEVAM	49 16





