

N° 122

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

FÉVRIER 2004


BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Sommaire

Page

Éditorial

Principales évolutions de la monnaie et des financements en 2003

Actualité

1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	11
3. Les marchés de capitaux	21

Études

Comment mesurer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ?	27
Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne	49
Le « paradoxe de la crédibilité » en question	65
Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ?	89
La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003	101
Enquête financière – Quatrième trimestre 2003	111
Résumés d'études	
Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003	117
Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003	119
Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003	120

Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* **121**

Statistiques

123

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

Achévé de rédiger le 23 février 2004

Site Internet : www.banque-france.fr

Principales évolutions de la monnaie et des financements en 2003

En 2003, l'amélioration graduelle des conditions prévalant sur les marchés financiers et la réduction progressive des incertitudes portant sur les perspectives économiques n'ont pas encore ralenti significativement la forte demande d'actifs liquides qui prévaut depuis 2001, même si une tendance à une progression moins soutenue paraît s'amorcer.

	<i>(en milliards d'euros et en %)</i>		
	Encours (données brutes) Décembre 2003	Taux de croissance annuel	
		2002	2003
France (a) :			
Dépôts à vue	378,9	1,5	6,0
Autres actifs monétaires (M3-M1)	729,3	7,5	4,4
– dont dépôts à terme et livrets	400,9	6,4	5,6
– dont instruments négociables	328,4	8,9	2,1
« Contribution française » à M3 (b)	1 107,1	3,4	3,7
Zone euro :			
Dépôts à vue	2 307,4	5,7	8,1
Agrégat M1	2 705,6	9,5	10,3
Autres actifs monétaires (M3-M1)	3 472,9	4,8	4,7
– dont M2-M1	2 587,2	3,7	4,7
– dont M3-M2	885,5	8,8	4,8
Agrégat M3	6 178,4	6,8	7,1

(a) Sauf mention contraire, il s'agit des avoirs monétaires du secteur détenteur de monnaie résident français

(b) Mesure des engagements monétaires des IFM résidant en France (hors billets et pièces) vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro

Ainsi, dans la zone euro, l'agrégat monétaire large (M3) a enregistré une accélération sur l'ensemble de l'année, son taux de croissance annuel passant de 6,8 % en 2002 à 7,1 % en 2003. En particulier, le dynamisme des encaisses de transaction s'est confirmé. Toutefois, la progression de la masse monétaire a atteint un pic à l'été 2003 pour s'atténuer ensuite et la tendance, dans la deuxième partie de l'année, s'est infléchie. Par ailleurs, à l'inverse de ce qui avait été observé en 2002, la vigueur des évolutions monétaires dans la zone euro s'est accompagnée d'une reprise du financement par endettement de l'économie. Alors qu'il avait fléchi en 2002, le rythme de progression des créances, sur le secteur privé, des institutions financières monétaires de la zone s'est accru en 2003, passant de 4,7 % à 5,7 %.

Les composantes les plus liquides des agrégats monétaires européens sont restées très dynamiques en 2003. Les encaisses fiduciaires ont ainsi continué de se développer selon un rythme très soutenu (+ 25 % sur l'année 2003, après + 42,3 % en 2002). Le volume de billets et pièces en circulation a rattrapé, puis largement dépassé, celui qui existait au sein de la zone avant la forte contraction intervenue dans les mois précédant l'introduction de l'euro fiduciaire. L'évolution des dépôts à vue s'est accélérée, dans un contexte de forte préférence pour la liquidité, et, dans ces conditions, la progression de l'agrégat étroit M1 a continué de s'accroître, passant de 9,5 % en 2002 à 10,3 % en 2003.

En revanche, les autres instruments négociables inclus dans *M3* (dont les titres d'OPCVM monétaires constituent la principale composante) ont marqué un ralentissement sensible. Le tassement du rythme de progression de ces actifs, à l'œuvre depuis le deuxième trimestre 2003, suggère une évolution des choix de portefeuille des agents économiques, au profit, soit d'actifs non monétaires, soit d'encaisses de transaction.

En France, le taux de croissance des dépôts à vue s'est nettement redressé, de 1,5 % en 2002 à 6,0 % en 2003, mais les actifs monétaires qui ne sont pas directement destinés aux transactions (constitutifs de *M3-MI*) ont, en revanche, sensiblement ralenti, leur taux de croissance annuel revenant de 7,5 % en 2002 à 4,4 % en 2003, dans un contexte de baisse des taux courts et, corrélativement, de réduction des rendements réglementés. Au total, l'ensemble des avoirs monétaires (hors billets et pièces) des résidents auprès des institutions financières monétaires résidentes a moins progressé qu'en 2002 (+ 4,9 %, au lieu de + 5,3 %).

Le taux de croissance des financements (crédits et financement de marchés) destinés aux agents non financiers résidents s'est accéléré, passant de 5,4 % en 2002 à 6,5 % en 2003, après une baisse sensible en 2001 et 2002.

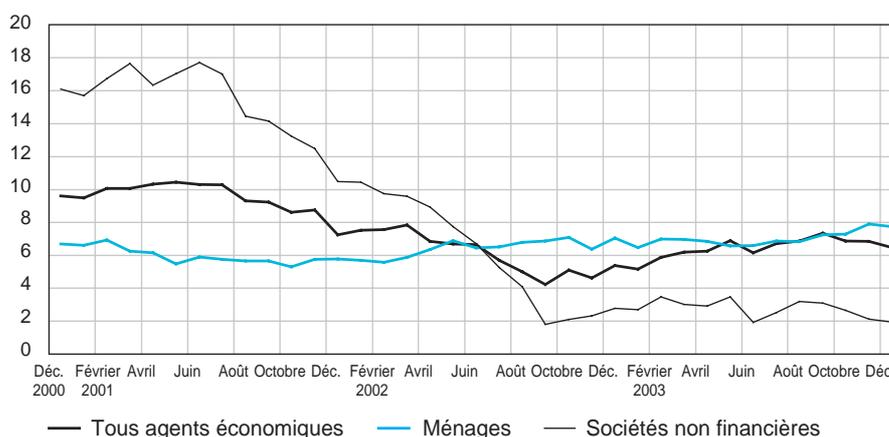
Le rythme de progression des financements consentis aux administrations publiques a encore augmenté (+ 11,2 %, au lieu de + 7,6 %) et, pour les ménages, a continué de s'intensifier (+ 7,7 % en 2003, après + 7,0 %), en raison de la persistance du dynamisme du crédit à l'habitat (+ 10,0 % en 2003, au lieu de + 8,2 % en 2002), dans un contexte de taux d'intérêt à long terme historiquement bas. Cette évolution s'est accompagnée de la poursuite d'une forte hausse des prix immobiliers.

Quant aux financements destinés aux sociétés, leur progression est restée modérée (+ 2,0 %, après + 2,8 % en 2002), mais essentiellement parce que les grandes entreprises ont poursuivi une politique de désendettement. Les crédits aux PME ont continué de se développer à un rythme de croissance annuel de l'ordre de 6 %.

Au total, le secteur privé a bénéficié en 2003 de flux de financements appropriés, répondant à une demande qui, s'agissant des sociétés, a tendance à se réanimer progressivement.

Endettement intérieur

(taux de croissance annuel en %)



1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Au quatrième trimestre 2003, le PIB a progressé de 0,5 %

Selon l'estimation précoce des comptes trimestriels publiée par l'INSEE, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 0,5 % au quatrième trimestre 2003, contre 0,4 % au troisième trimestre et -0,4 % au deuxième trimestre. La croissance pour l'année 2003 est de +0,2 % en moyenne annuelle.

Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent ; sur un an, sa progression s'élève à 0,6 %.

Hausse de la production industrielle en décembre

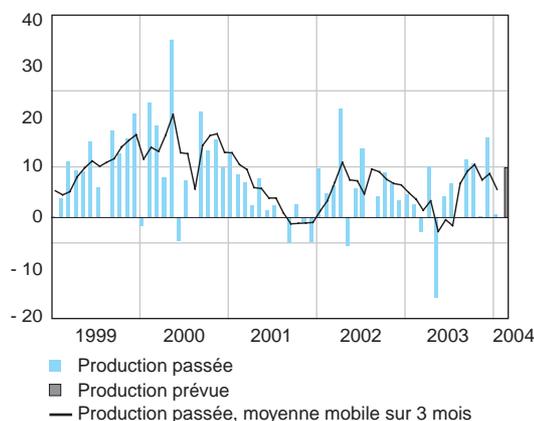
En décembre, la production industrielle hors bâtiment s'est accrue de 0,3 %, après -0,6 % le mois précédent (+2,0 % sur un an). La composante manufacturière, qui exclut les industries agro-alimentaires et l'énergie, a progressé de 0,2 % sur le mois (après -0,6 % en novembre) et de 2,0 % sur un an. La hausse sur le quatrième trimestre 2003 s'établit à 1,1 %, pour l'ensemble de l'industrie hors bâtiment comme pour le champ manufacturier.

Dans la zone euro, la production industrielle progresse, en novembre, de 0,1 %, par rapport au mois précédent et de 1,2 % sur un an.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, l'activité industrielle, qui s'était redressée en décembre 2003, s'est globalement stabilisée en janvier 2004.

La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

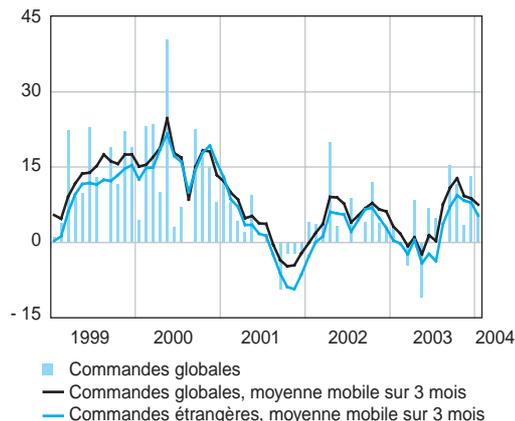


Le courant de commandes nouvelles a modérément progressé. La demande européenne s'est raffermie.

Les carnets de commandes sont, globalement, jugés proches de la normale. Ils demeurent insuffisants dans les biens intermédiaires, mais sont plus étoffés dans les secteurs des biens de consommation et des biens d'équipement.

Les commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



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

Aux États-Unis, la croissance du PIB de 4 % en variation trimestrielle annualisée au quatrième trimestre de 2003, après un troisième trimestre exceptionnel (+ 8,2 %), semble confirmer la reprise. Deux évolutions sont à souligner. D'abord, l'emploi a redémarré et, en janvier 2004, 112 000 emplois ont été créés, après 16 000 en décembre. La réorientation plus favorable de la demande de travail des entreprises permet d'élargir et de renforcer les bases de la croissance du revenu des ménages. Ensuite, l'investissement des entreprises a de nouveau progressé en glissement annuel au quatrième trimestre de 2003 (6,4 %, après + 4,6 % au trimestre précédent), avec une contribution importante des dépenses en logiciels et en matériels informatiques. Du côté de la demande, cependant, la progression de la consommation des ménages a ralenti quelque peu en décembre (+ 0,2 % en variation mensuelle, après + 0,6 % en novembre), évolution à relier à la baisse des salaires réels en décembre (- 0,6 % sur le mois, après + 0,6 % en novembre). L'indice des prix à la consommation a augmenté de + 1,9 % sur un an en décembre, après + 1,8 % en novembre. Enfin, le déficit commercial a continué de se creuser, atteignant 446,8 milliards de dollars en données cumulées de janvier à novembre 2003, contre 375,7 milliards un an plus tôt.

Au Japon, la reprise semble s'être un peu essoufflée à la fin de 2003 et au début de 2004. Ainsi, l'indice de l'activité globale a baissé de - 1,3 % sur un mois en novembre, après + 0,8 % en octobre ; de même, les données préliminaires pour décembre de la production industrielle indiquent une baisse de 1 % sur le mois, après + 1 % en novembre. Cependant, l'indice PMI du secteur manufacturier s'est établi en janvier à 55,7, après 56 en décembre ; c'est le huitième mois consécutif où cet indice ressort au-dessus des 50 points, ce qui indique la poursuite de l'expansion de l'activité du secteur. Du côté de la demande, on observe une légère augmentation des dépenses de consommation des ménages en décembre (0,3 % en glissement annuel, après + 0,7 % en novembre). L'amélioration de la confiance des consommateurs (hausse de l'indice à 40,5 au quatrième trimestre, après 40,0 au troisième trimestre) a été soutenue par la baisse du taux de chômage, revenu de 5,2 % en novembre à 4,9 % en décembre. La baisse de l'indice des prix à la consommation s'est légèrement infléchie en décembre (0,4 % en glissement annuel, après - 0,5 % en novembre). Enfin, l'excédent commercial a atteint 10 239 milliards de yens en 2003 (77 milliards d'euros), après 9 881 milliards de yens en 2002 (75 milliards d'euros).

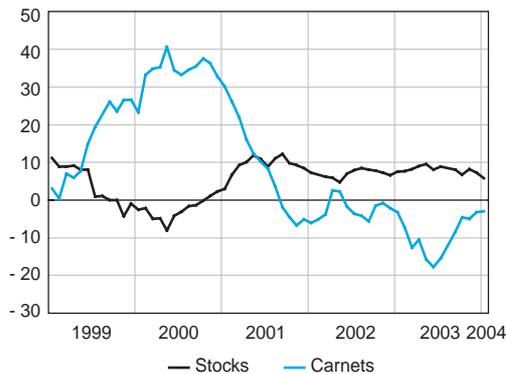
Au Royaume-Uni, l'activité est restée dans l'ensemble assez soutenue, malgré une baisse de la production industrielle manufacturière en décembre, de 0,6 % en glissement annuel, contre + 2,3 % en octobre. L'indice PMI des services est demeuré largement au-dessus des 50 points, passant de 59,6 pour novembre à 58,5 en décembre. Ce dynamisme global a favorisé une baisse du nombre de chômeurs en données nationales corrigées des variations saisonnières, de 916 500 en novembre à 908 200 en décembre. La progression de l'indice des prix à la consommation harmonisés est ressortie à 1,3 % en glissement annuel pour décembre, comme en novembre.

Dans la zone euro, la croissance du PIB a accéléré au quatrième trimestre, à + 0,6 % en glissement annuel, après + 0,4 % au troisième trimestre. Les données conjoncturelles récentes confirment ce redémarrage. Ainsi, l'indice PMI du secteur manufacturier pour janvier s'est légèrement accru, à 52,5 contre 52,4 en décembre. Par ailleurs, l'indicateur de confiance des industriels s'est redressé en janvier, à - 7 contre - 8 en décembre. Les déterminants de la demande paraissent par ailleurs orientés favorablement. Le taux de chômage en décembre a été stable par rapport à novembre, à 8,8 %. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisés s'est établi à + 2 %, après + 2,2 % en novembre, ce qui indique une résistance de l'inflation que l'on peut juger élevée, dans un contexte de croissance encore faible et d'appréciation des taux de change. Enfin, l'excédent commercial a atteint 67,6 milliards d'euros en termes cumulés de janvier à novembre 2003, contre 92,1 milliards un an plus tôt.

Les stocks de produits finis restent légèrement au-dessus du niveau désiré.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



L'activité s'est améliorée dans le secteur du bâtiment et des travaux publics et s'est stabilisée dans les services marchands

Selon l'enquête trimestrielle de la Banque, l'activité du bâtiment et des travaux publics a progressé au quatrième trimestre 2003 et s'est inscrite à un niveau proche de celui observé un an auparavant.

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours du dernier trimestre de 2003 a augmenté de 8,4 % en glissement annuel (données cvs). Le nombre de logements autorisés est en hausse soutenue sur cette période (+ 14,6 %) grâce, notamment, à la bonne orientation des logements collectifs (+ 24,9 % au cours des trois derniers mois en glissement annuel).

L'orientation des locaux non résidentiels mis en chantier reste moins favorable (- 4,5 % en données brutes), notamment pour les bâtiments industriels (- 13,1 %). Le nombre de locaux autorisés est également en baisse (- 3,2 %).

Selon l'enquête trimestrielle dans les services publiée par l'INSEE, les chefs d'entreprise interrogés lors de l'enquête de janvier 2004 ont constaté une stabilisation du rythme de l'activité dans l'ensemble des services. Les perspectives pour les trois prochains mois sont en hausse.

De même, selon l'enquête mensuelle de la Banque, l'activité des services marchands, appréciée en données brutes, est restée stable en janvier, à un niveau légèrement supérieur à celui atteint un an plus tôt. Les perspectives demeurent favorablement orientées dans toutes les branches suivies par l'enquête.

La consommation des ménages s'est stabilisée en décembre

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés sont restées quasiment stables en décembre 2003 (+ 0,2 %), après - 2,6 % en novembre (chiffre révisé de + 0,2 point).

Sur l'ensemble du quatrième trimestre, les dépenses de consommation des ménages s'accroissent de 0,4 %, après + 0,8 % au troisième trimestre. En moyenne annuelle, elles progressent de 1,8 % en 2003, contre 1,2 % en 2002. La consommation en produits manufacturés augmente de 0,9 %.

Selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale a progressé sensiblement en janvier. Sur un an, le courant d'affaires augmente également, pour le deuxième mois consécutif.

Toutefois, au cours de ce premier mois de l'année, les immatriculations de voitures neuves ont diminué (- 13,7 % en données cvs-cjo, après + 6,2 % en décembre), traduisant un recul de 11,9 % en glissement annuel.

La confiance des ménages s'améliore

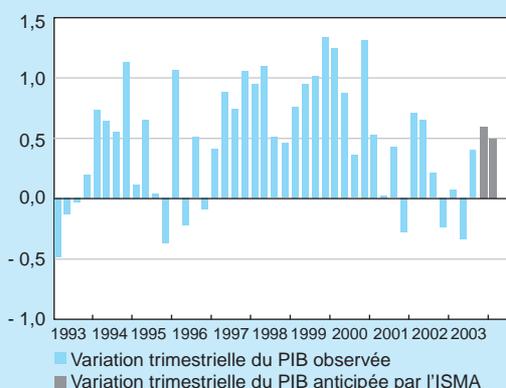
Selon l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages, corrigé des variations saisonnières, enregistre une hausse de trois points en janvier 2004 par rapport à décembre 2003.

Le taux de chômage, au sens du BIT, s'est accru de 0,1 point en décembre 2003, à 9,7 % de la population active. Sur un an, il a progressé de 0,4 point. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a progressé de 0,4 % sur le mois (soit 11 000 personnes) et de 4,9 % sur un an (123 000 personnes). Par ailleurs, le nombre de journées de chômage partiel a reculé de 14,8 % en décembre (- 7,8 % sur un an).

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 premier trimestre de 2004 (révision de - 0,2 point par rapport à l'estimation de décembre 2003).

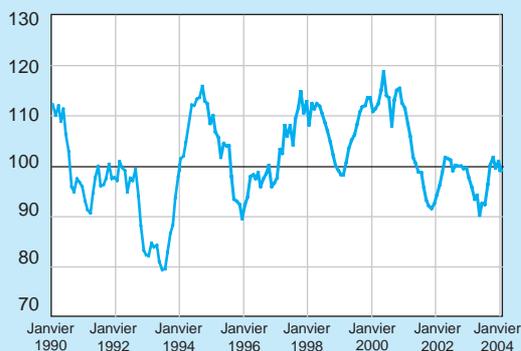
Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 99 (contre 101 en décembre 2003 et 98 un an auparavant).

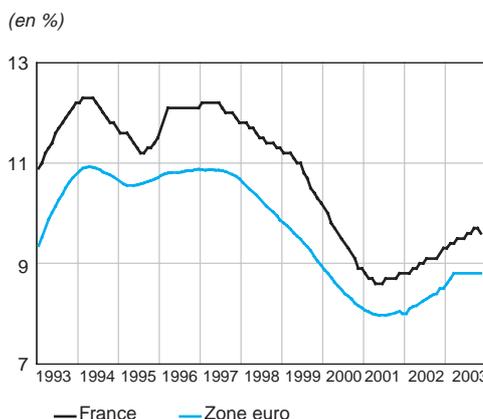
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



Le taux de chômage de la zone euro est resté inchangé en décembre par rapport au mois de novembre, à 8,8 % de la population active.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : DARES et Eurostat

Au quatrième trimestre 2003, le salaire mensuel moyen a progressé de 0,3 %, soit une hausse de 2,4 % en glissement annuel, et le salaire horaire de base ouvrier a augmenté de 0,3 % sur le trimestre et de 2,7 % sur un an. La revalorisation des minima salariaux au 1^{er} juillet 2003 a induit une accélération du salaire mensuel de base et du salaire horaire de base des ouvriers.

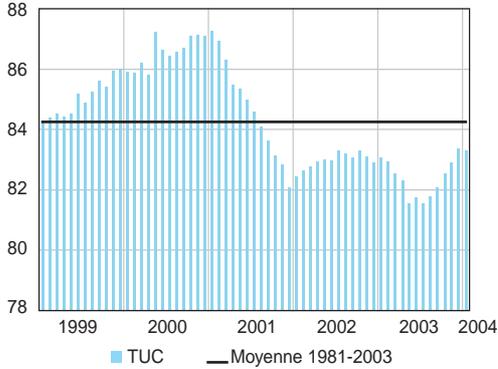
L'investissement des entreprises pourrait connaître une légère amélioration

Selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie publiée par l'INSEE, la proportion d'entreprises confrontées à des goulots de production a peu évolué au quatrième trimestre de 2003. Elle demeure inférieure à son niveau de long terme. La proportion d'entreprises jugeant leur capacité de production plus que suffisante a diminué.

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, portant sur le mois de janvier, le taux d'utilisation des capacités de production est pratiquement inchangé.

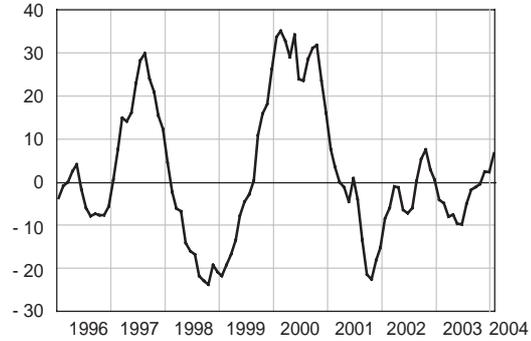
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

(en %, cvs)



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

(en glissement annuel, en %)



1.2. L'évolution des prix

En janvier, les cours du pétrole ont progressé

En janvier 2004, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, en euros, a augmenté de 2,5 % (-3,4 % sur un an) et de 5,3 % en dollars des États-Unis (+14,7 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 2,7 % par rapport au dollar, s'établissant à 1,26 dollar.

L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 2,2 % en janvier (-15,7 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a progressé de 5,0 % sur le mois, cotant 31,20 dollars en moyenne (+0,2 % sur un an).

Hors énergie, l'indice Banque de France en euros augmente de 2,7 % par rapport au mois précédent (+7,4 % sur un an). L'indice en dollar fait ressortir une hausse de 5,5 % en un mois et de 27,6 % en un an.

Léger recul des prix de production dans l'industrie en décembre

En décembre, les prix de production dans l'industrie ont baissé de 0,1 % d'un mois à l'autre (contre +0,2 % en novembre), mais progressent de 0,4 % sur un an.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle ont baissé de 0,1 % en décembre par rapport au mois précédent.

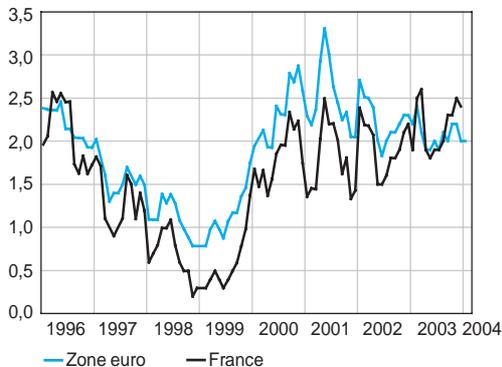
Hausse de l'indice définitif des prix à la consommation en décembre

En décembre 2003, l'indice définitif des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français a progressé de 0,1 % par rapport au mois précédent. Sur un an, il s'est accru de 2,4 %, après +2,5 % le mois précédent et +2,2 % en décembre 2002.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,0 % en décembre et se maintiendrait à ce niveau en janvier 2004, selon l'estimation rapide publiée par Eurostat.

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



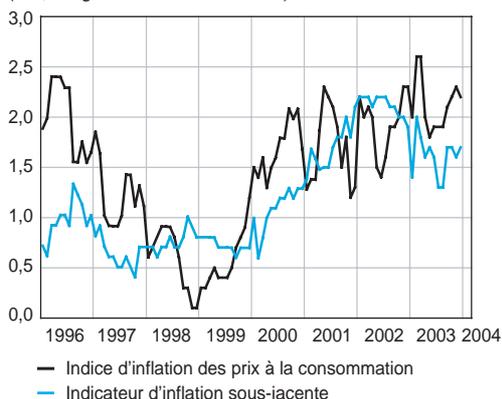
Sources : INSEE et Eurostat

L'indice définitif des prix à la consommation national (IPCN) a augmenté de 0,1 % en décembre en France, soit une progression en glissement annuel de 2,2 %, après + 2,3 % le mois précédent et comme en décembre 2002.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE s'est, quant à lui, accru de 0,2 % en décembre 2003 (+ 1,7 % en glissement annuel, contre + 1,8 % en décembre 2002).

Indice des prix à la consommation national et indice sous-jacent

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

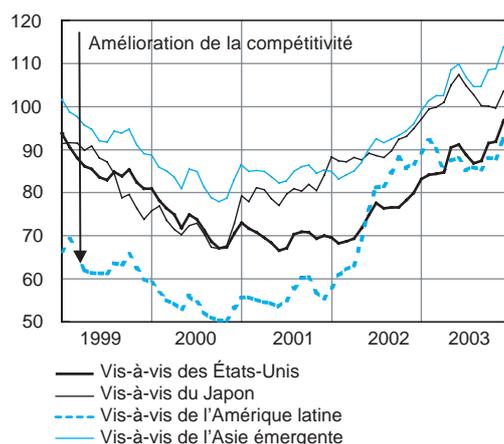
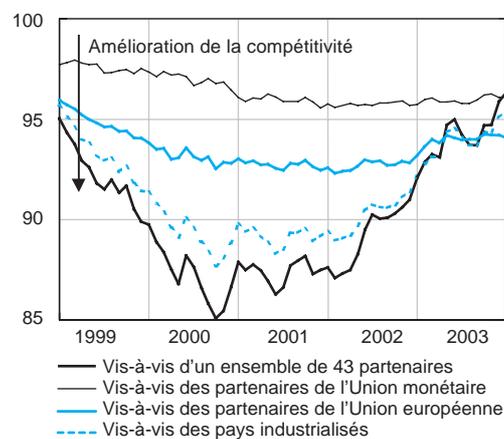
1.3. La compétitivité

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 partenaires¹ s'est établi à 96,4 en janvier 2004, contre 95,9 le mois précédent, 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

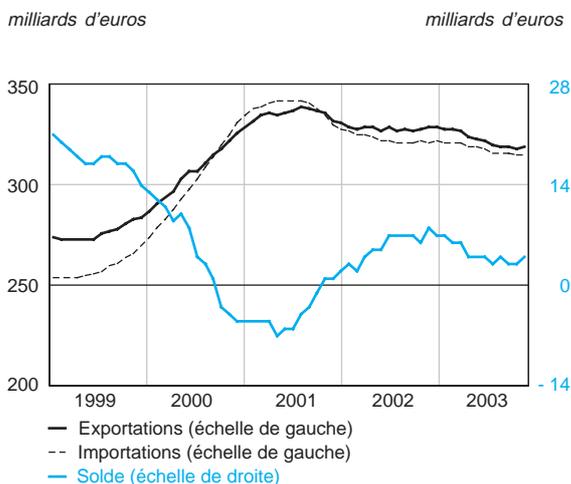
¹ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

1.4. Le commerce extérieur en décembre 2003

La balance commerciale affiche un excédent de 1,4 milliard d'euros en décembre en données cvs, supérieur de 1,1 milliard à celui de novembre, en liaison, pour partie, avec la livraison d'un paquebot au Royaume-Uni.

Sur l'ensemble de l'année 2003, l'excédent s'établit à 4 milliards d'euros, en données brutes, contre 7,3 milliards en 2002.

Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Les exportations, légèrement en recul en novembre (-1,1 %), enregistrent une reprise en décembre (+2,7 %). En revanche, les importations fléchissent de 1,3 % pour le deuxième mois consécutif, revenant à un niveau proche des *minima* de l'année.

Par produits, les exportations progressent dans pratiquement tous les secteurs. Les ventes de biens d'équipement augmentent de plus de 10 %, sous l'effet de la livraison d'un paquebot, mais aussi de vingt-trois appareils Airbus, pour 1,6 milliard d'euros (contre vingt-deux appareils en novembre, pour 1,3 milliard) et d'équipements mécaniques. On note également une progression soutenue des exportations de produits de l'industrie automobile (4,8 %), de biens intermédiaires (3,1 %) et même de biens de consommation (2,4 %). L'essor des ventes de produits agro-alimentaires (5,4 %) efface le recul du mois dernier.

S'agissant des importations, la baisse n'épargne que les biens de consommation courante (+2,2 %), en liaison avec le dynamisme des achats de produits pharmaceutiques et électroniques. Le recul est marqué dans l'industrie automobile, pour le deuxième mois consécutif (-4,5 %, après -1,6 %), dans le secteur des biens d'équipement professionnel, là encore pour la deuxième fois consécutivement (-3,9 %, après -2,6 %), et surtout dans l'agro-alimentaire (-6,6 %).

Sur le plan géographique, en données CAF-FAB, le déficit avec la zone euro fait place à un excédent (+0,2 milliard d'euros, contre -0,4 milliard), tant sous l'effet de la croissance des exportations (+3,6 %) que du repli des importations (-1,1 %). C'est vers l'Allemagne que la progression des exportations est la plus nette (6,9 %), tandis que la baisse des importations est générale, touchant tous nos partenaires de la zone hormis l'Irlande et l'Autriche.

S'agissant du reste du monde, les exportations s'accroissent vers l'Asie (+9,2 %), mais sont stables ou reculent avec les autres zones. *A contrario*, les importations d'Asie se replient de 1,3 %, malgré une nouvelle hausse des livraisons chinoises (4,2 %). Le déficit envers la Chine approche ainsi 1 milliard d'euros en décembre, constituant de très loin le premier déficit sur ce mois. Par ailleurs, les importations du continent américain augmentent de 7,6 %, malgré une stabilisation des achats aux États-Unis.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en décembre et pour l'année 2003 (résultats provisoires)

Le *compte de transactions courantes* présente un excédent de 1 milliard d'euros en données cvs au mois de décembre, équivalent à celui du mois précédent. En données brutes, le solde s'inscrit à 2,9 milliards d'euros, en retrait de 1,8 milliard par rapport à celui de décembre 2002 (4,7 milliards).

Par rapport au mois précédent, le solde cvs des *biens* remonte de 0,4 milliard d'euros à 1,1 milliard.

L'excédent cvs des *services* se maintient à quelque 1,3 milliard d'euros depuis trois mois, nettement au-dessus du solde moyen observé sur les neuf premiers mois. Principal poste — et principal excédent — des services, les *voyages* affichent également un solde cvs stable, de 1,1 milliard d'euros.

Les *revenus* se traduisent par un excédent de 0,2 milliard en données cvs, en retrait de près de 2 milliards par rapport au mois précédent, en raison d'une baisse des versements en provenance de l'étranger et surtout d'une progression marquée des paiements aux non-résidents.

Les *transferts courants nets* à destination de l'étranger, toujours exprimés en données brutes, augmentent de 0,3 milliard d'euros à 2,3 milliards.

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 7,5 milliards d'euros.

Les *investissements directs* dégagent un solde de 0,7 milliard d'euros, positif pour le troisième mois consécutif. Comme on l'observe fréquemment en fin d'année, les flux d'investissements directs, français à l'étranger comme étrangers en France, se sont intensifiés. S'agissant des premiers, on note à la fois un rebond des opérations en capital après les désinvestissements de novembre et une accélération des sorties nettes au titre des autres opérations. Pour leur part, les investissements directs étrangers en France ont donné lieu à des entrées de 6,6 milliards d'euros, presque exclusivement liées aux opérations en capital.

Les *investissements de portefeuille* font apparaître des sorties nettes à hauteur de 14,8 milliards d'euros, en hausse par rapport au mois précédent. Les non-résidents, qui ont cédé des actions françaises pour 0,8 milliard d'euros, ont réduit leurs achats d'obligations et vendu des instruments du marché monétaire pour 3,3 milliards, dont 1,7 milliard de BTF venus à échéance et non renouvelés. De leur côté, les résidents ont accru leurs achats d'actions et d'obligations étrangères, mais ont vendu pour 0,9 milliard d'euros d'instruments du marché monétaire.

Après révision des données des trois premiers trimestres, l'excédent du *compte de transactions courantes* s'établit à 10,1 milliards sur l'ensemble de l'année 2003, en baisse de 13,8 milliards par rapport au solde, également révisé, de l'année 2002. D'une année à l'autre, toutes les rubriques ont contribué à cette évolution.

Sous l'effet d'un recul de 2,4 % des exportations en valeur et de 1,2 % des importations — faisant suite à des replis de 0,9 % et de 2,1 % respectivement en 2002 —, l'excédent des échanges de *biens* a diminué de 3,9 milliards d'euros, à 4,1 milliards.

Hors voyages, le solde des *services* s'est également fortement contracté, à 2 milliards d'euros contre 4,6 milliards. Les dépenses ont très légèrement augmenté, tandis que les recettes ont augmenté de 4,6 %.

L'excédent des *voyages* s'inscrit à 11,6 milliards, en retrait de 2 milliards. Comme on l'observe pour de nombreux pays européens, dont l'Italie, les recettes fléchissent (- 5,4 %), du fait d'une désaffection des touristes originaires de pays situés hors de la zone euro, américains notamment, tandis que les dépenses augmentent légèrement (0,6 %).

L'excédent des *revenus* s'établit à 9,1 milliards d'euros, dont 8,6 milliards au titre des rémunérations de salariés (- 0,2 milliard par rapport à 2002) et 0,4 milliard au titre des revenus d'investissements (soit - 3,6 milliards par rapport à 2002).

Principalement en raison d'une hausse de la contribution de la France aux budgets des institutions européennes, le déficit des *transferts courants* s'est accru de 1,7 milliard d'euros.

L'excédent des *comptes de transactions courantes et de capital*, qui correspond conceptuellement à la capacité de financement de la Nation, n'atteint que 2,5 milliards d'euros, alors qu'il était proche de 24 milliards en 2002.

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 10,1 milliards d'euros.

L'année 2003 a été marquée par un recul des opérations d'*investissements directs*. Les investissements directs français à l'étranger ont diminué de 26 %, à 48,6 milliards d'euros, et les investissements étrangers en France de plus d'un tiers, à 36,6 milliards. En ce qui concerne plus particulièrement les investissements français à l'étranger, les opérations en capital social ont baissé de plus de 80 %, à 7,1 milliards d'euros, contre 41,2 milliards en 2002, les « autres opérations » (prêts et flux de trésorerie intragroupes) augmentant à l'inverse de 79 %, soit 16,6 milliards. Le repli des opérations en capital social tient, pour une part, à l'ampleur des désinvestissements et des cessions de filiales étrangères (en hausse de 36 % par rapport à 2002) dans le cadre de plans de restructuration et de désendettement.

Les *investissements de portefeuille* font apparaître des sorties nettes de 11,6 milliards d'euros, après 20,2 milliards en 2002. Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de 41 %, à 130,9 milliards d'euros. Les achats de titres français par les non-résidents ont crû pour leur part de quelque 65 %, à 119,2 milliards d'euros, notamment sous forme d'obligations, publiques et privées, dans un contexte de reprise des émissions des entreprises et de progression du besoin de financement de l'État. Les non-résidents ont, de surcroît, recommencé à acquérir des actions françaises, à hauteur de 14,2 milliards d'euros, alors qu'ils en avaient vendu pour 4,8 milliards en 2002.

S'agissant des *autres investissements*, on observe une progression de 21,9 milliards d'euros des engagements nets en 2003. Les institutions financière monétaires

(IFM), en particulier, ont contracté des engagements nets à hauteur de 31,1 milliards d'euros vis-à-vis des non-résidents.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

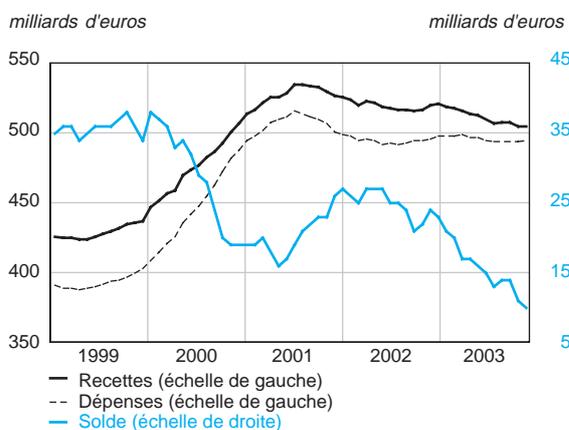
(données brutes en millions d'euros)

	2001 (a)	2002 (a)	Septembre 2003 (b)	Octobre 2003 (c)	Novembre 2003 (c)	Décembre 2003 (c)	12 mois 2002 (a)	12 mois 2003 (c)
Compte de transactions courantes	25 702	23 970	1 799	- 2 156	1 651	2 943	23 970	9 973
<i>Biens</i>	3 947	7 964	467	970	212	1 341	7 964	4 074
<i>Services</i>	19 922	18 169	868	1 119	979	1 688	18 169	13 496
Total « Biens et services »	23 869	26 133	1 335	2 089	1 191	3 029	26 133	17 570
– Recettes	418 081	416 602	34 664	37 405	32 994	35 399	416 602	404 442
– Dépenses	394 212	390 469	33 329	35 316	31 803	32 371	390 469	386 872
Revenus	18 387	12 833	2 419	- 2 985	2 389	2 178	12 833	9 056
Transferts courants	- 16 554	- 14 996	- 1 955	- 1 260	- 1 929	- 2 264	- 14 996	- 16 653
Compte de capital	- 330	- 186	28	93	232	1	- 186	- 7 655
Compte financier	- 33 100	- 29 207	- 3 866	4 640	- 7 158	- 7 459	- 29 207	- 10 064
<i>Investissements directs</i>	- 42 224	- 9 165	- 1 349	630	2 350	722	- 9 165	- 11 992
– Français à l'étranger	- 103 899	- 65 978	- 2 030	- 4 830	- 1 084	- 5 916	- 65 978	- 48 556
– Étrangers en France	61 675	56 813	681	5 460	3 434	6 638	56 813	36 564
<i>Investissements de portefeuille</i>	24 004	- 20 166	5 571	- 2 082	- 9 595	- 14 785	- 20 166	- 11 631
– Avoirs	- 95 017	- 92 502	- 5 927	- 11 721	- 16 213	- 12 101	- 92 502	- 130 862
– Engagements	119 021	72 336	11 498	9 639	6 618	- 2 684	72 336	119 231
<i>Produits financiers dérivés</i>	2 784	5 507	3 028	- 113	- 1 011	- 1 401	5 507	- 6 122
<i>Autres investissements</i>	- 23 427	- 9 584	- 10 886	7 049	683	7 773	- 9 584	21 852
– Avoirs	- 65 463	- 35 227	8 024	- 7 080	- 16 572	23 512	- 35 227	- 6 689
– Engagements	42 036	25 643	- 18 910	14 129	17 255	- 15 739	25 643	28 541
<i>Avoirs de réserve</i>	5 763	4 201	- 230	- 844	415	232	4 201	- 2 171
Erreurs et omissions nettes	7 728	5 423	2 039	- 2 577	5 275	4 515	5 423	7 746

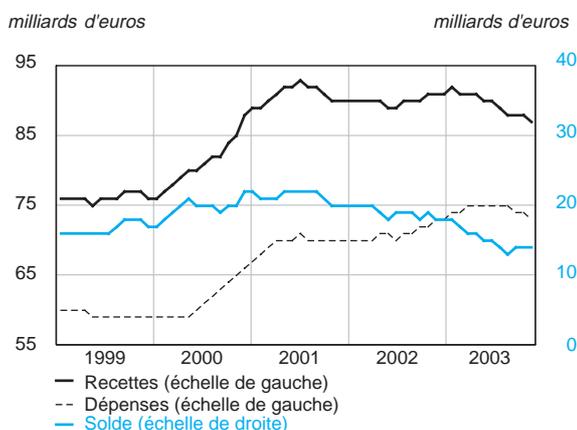
(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires

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

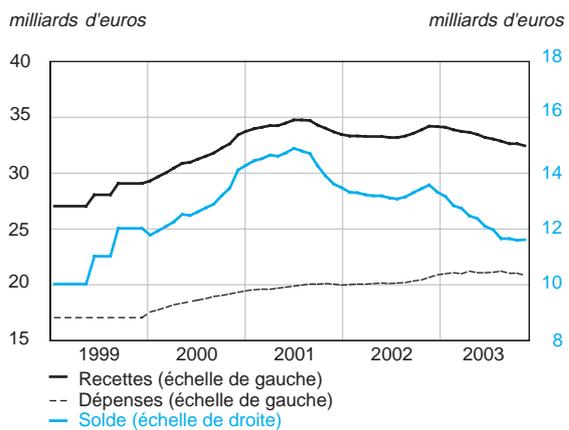
Transactions courantes Douze mois glissants



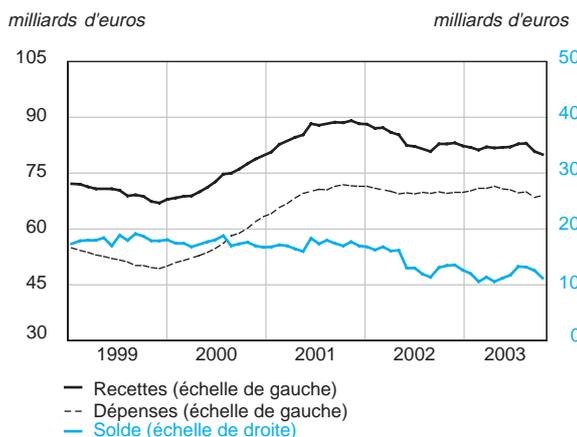
Services Douze mois glissants (cvs)



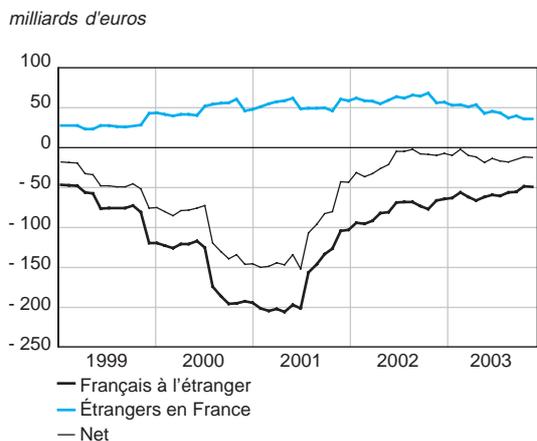
Voyages Douze mois glissants (cvs)



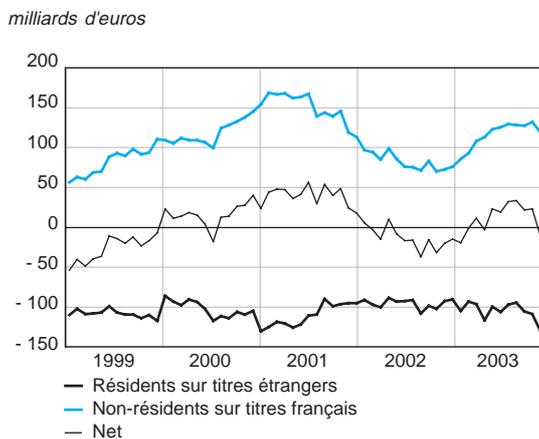
Revenus des investissements Douze mois glissants (cvs)



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*, les agrégats monétaires ont connu les principales évolutions suivantes :

- la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est établie à 7,1 %¹ en décembre, après 7,4 % en novembre. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'élève à 7,7 % pour la période allant de septembre à novembre 2003, contre 8,0 % pour la période précédente ;
- le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a poursuivi son repli, tout en restant élevé (25,0 %, après 26,3 % en novembre). La progression des dépôts à vue est restée inchangée en décembre, à 8,4 %. Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *MI* a légèrement diminué à 10,6 %, après 10,7 % ;
- la progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – MI* s'est légèrement ralentie en décembre, à 4,6 %, après 4,7 %. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est atténuée (– 2,5 %, après – 3,0 %), tandis que la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois est revenue à 10,1 %, après 10,7 %. Le taux de croissance annuelle de l'agrégat *M2* a ainsi fléchi à 7,5 % en décembre, après 7,6 % ;
- la croissance annuelle des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* s'est nettement réduite en décembre (4,8 %, après 6,1 %), sous l'effet de la contraction des pensions (– 4,7 %, après 1,5 %) et des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (– 9,6 %, après – 6,4 %) alors que la progression des titres d'OPCVM monétaires s'est quelque peu renforcée (11,6 %, après 10,8 %) ;

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

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	<i>(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)</i>			Part dans la zone euro décembre 2003
	Encours décembre 2003	Taux de croissance annuel (a)		
		Novembre 2003	Décembre 2003	
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	388,7	26,3	25,0	
+ Dépôts à vue	2 258,9	8,4	8,4	
= M1	2 647,6	10,7	10,6	
+ autres dépôts monétaires	2 577,9	4,7	4,6	
= M2	5 225,5	7,6	7,5	
+ Instruments négociables	917,0	6,1	4,8	
= M3	6 142,5	7,4	7,1	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 096,6	5,6	5,4	
Créances sur le secteur privé	8 143,7	6,1	5,7	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	378,9	4,7	6,0	16,8
Comptes sur livrets	351,3	10,0	9,8	22,7
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	- 17,4	- 17,0	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	254,9	8,0	8,3	43,8
Instruments du marché monétaire	45,9	- 16,6	- 15,3	71,5
Crédits au secteur privé (c)	1 176,7	4,8	5,1	16,6
Endettement intérieur total (d)	2 686,1	6,8	6,5	
dont : Administrations publiques	984,0	12,0	11,2	
Sociétés non financières	1 104,7	2,1	2,0	
Ménages	597,3	7,9	7,7	

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

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Au sein des *contreparties de M3* (en données cvs), les principales évolutions ont été les suivantes :

- la progression annuelle des *concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé* s'est modérée en décembre, à 5,7 %, après 6,1 % en novembre, sous l'effet de la décélération des crédits (5,4 %, après 5,6 %), des titres autres qu'actions (14,0 %, après 16,9 %) et des actions et autres participations (3,8 %, après 4,1 %). La contribution des concours au *secteur privé* à la croissance de *M3* s'est ainsi nettement réduite : 7,7 points de croissance de *M3*, contre 8,2 points en novembre ;
- les *concours aux administrations publiques* ont également enregistré un ralentissement de leur croissance annuelle (6,6 % en décembre après 7,1 %) qui a ramené leur contribution à la croissance de *M3* de 2,6 à 2,4 points ;
- la contribution des *créances nettes sur l'extérieur* à la croissance annuelle de *M3* a également diminué : 1,6 point de croissance de *M3* en décembre, contre 2,2 en novembre.

- la croissance des *livrets* s'est légèrement ralentie : 9,8 %, après 10,0 % ;
- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est poursuivie : - 17,0 %, après - 17,4 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'*OPCVM monétaires détenus par les résidents* s'est quelque peu accru : 8,3 %, après 8,0 % ;
- la contraction des instruments du marché monétaire s'est un peu atténuée : - 15,3 %, après - 16,6 % en novembre.

La croissance des crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français s'est renforcée, s'établissant à 5,1 % en décembre, après 4,8 % en novembre.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a fléchi : 6,5 %, après 6,8 %. Ce ralentissement a été perceptible sur l'endettement des administrations publiques, tout comme sur celui des sociétés non financières et des ménages.

Contributions à la croissance annuelle de *M3*

Données cvs

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

Source : BCE, calculs Banque de France

En France, les variations annuelles des avoirs monétaires des résidents ont connu en décembre quelques évolutions notables :

- le taux de croissance annuelle des *dépôts à vue* s'est redressé : 6,0 % en un an, après 4,7 % en novembre ;

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

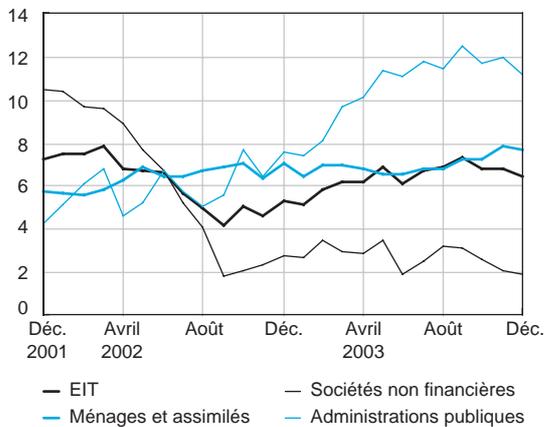
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers a fléchi en décembre. Les trois secteurs concernés ont enregistré une légère décélération de leur endettement.

Endettement intérieur total par agents

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Endettement intérieur total	5,4	6,8	6,5
<i>Sociétés non financières</i>	2,8	2,1	2,0
<i>Ménages</i>	7,0	7,9	7,7
<i>Administrations publiques</i>	7,6	12,0	11,2

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

Endettement intérieur total par sources de financement

(taux de croissance annuel en %)

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

Le ralentissement des financements de marché l'a emporté sur l'accélération de la progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes et des non-résidents.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de décembre 2003 est resté presque identique à celui de novembre, à 7,5 milliards d'euros, contre 7,4 milliards. La quasi-totalité de ces fonds ont été levés par des sociétés non financières. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris, d'un montant de 0,7 milliard d'euros, ont représenté 9 % des émissions brutes du mois (28 % le mois précédent). Compte tenu des rachats d'actions intervenus, les flux nets d'actions cotées ont été très légèrement négatifs (- 0,1 milliard d'euros).

Le cumul des émissions de l'année 2003 est en baisse de 1,6 % par rapport au total émis en 2002. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 95,7 % des capitaux collectés.

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

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	Déc. 2003
Sociétés non financières	80,0	86,9	83,8	7,5
Autres agents (a)	1,7	2,1	3,8	-
Total émis (b)	81,7	89,0	87,6	7,5
dont :				
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	7,5	11,3	22,1	0,7
Appel public à l'épargne (c)	3,3	6,2	20,3	0,5

(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 l'Autorité des marchés financiers

Sources : Euronext, Banque de France

2.2.1 L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

Le rythme de progression de l'endettement des administrations publiques et des sociétés non financières sur les marchés de titres de dette a sensiblement fléchi, cette décélération s'opérant sur le compartiment du court terme.

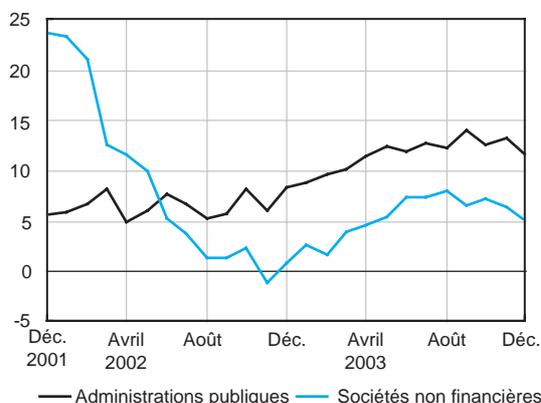
Endettement sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Endettement sur les marchés	6,1	11,3	9,6
Administrations publiques	8,4	13,2	11,4
≤ 1 an	68,1	43,6	23,6
> 1 an	3,5	9,6	9,8
Sociétés non financières	0,8	6,5	4,9
≤ 1 an	- 24,9	- 10,1	- 20,2
> 1 an	7,0	9,4	9,2

Endettement des sociétés non financières et des APU sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

En décembre, les émissions brutes de titres de dette à long terme des résidents se sont élevées à 11,3 milliards d'euros, en diminution de 35,5 % par rapport au mois précédent. Suite aux remboursements effectués au cours de la période pour un montant de 8,5 milliards d'euros, les émissions nettes ont été ramenées à 2,8 milliards. Sur l'ensemble de l'année 2003, leur montant s'est établi à 120,9 milliards d'euros, contre 64,4 milliards pour l'année 2002, soit une augmentation de 88 %. La part de l'État a représenté 41 % des émissions brutes et nettes.

La part des émissions libellées en euros représente 92 % de l'encours total, niveau inchangé par rapport à l'année 2002.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin nov. 2003
	2002	Déc. 2002 à nov. 2003	2003	Décembre 2003	Nov. 2002 à oct. 2003	Déc. 2002 à nov. 2003	
Sociétés non financières	16,4	23,5	23,2	2,3	58,1	58,0	3,1
dont : devises	1,0	1,1	1,9	0,8	5,7	5,4	-
État	27,4	48,6	50,1	-	120,1	120,2	7,4
Administrations publiques (hors État)	- 5,0	15,1	14,7	0,2	16,4	16,4	-
dont : devises	- 1,8	- 0,3	- 0,2	0,1	0,4	0,4	-
Institutions financières monétaires	24,1	33,7	32,7	0,3	98,7	97,6	7,3
dont : devises	6,3	6,8	7,2	0,3	23,2	23,0	1,6
Institutions financières non monétaires	1,5	-	0,1	-	3,3	2,8	-
dont : devises	-	-	-	-	-	-	-
Total	64,5	120,9	120,8	2,8	296,9	295,2	17,8
dont : devises	5,6	7,5	8,8	1,3	29,3	28,7	1,6

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

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en janvier 2004

Obligations émises à Paris

	<i>(en milliards d'euros)</i>							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin janvier 2004
	2002	2003	Fév. 2003 à janvier 2004	Janvier 2004	2003	Fév. 2003 à janvier 2004	Janvier 2004	
Sociétés non financières	2,5	- 1,2	- 5,4	- 5,4	19,2	19,0	-	125,7
État	34,6	33,3	36,5	10,8	67,2	70,4	10,8	520,0
Administrations publiques (hors État)	- 3,5	14,9	15,1	-	15,5	15,5	-	39,6
Institutions financières monétaires	- 8,8	- 2,7	- 1,2	0,8	17,5	18,4	2,2	162,9
Institutions financières non monétaires	- 0,1	- 1,0	- 0,6	-	0,9	0,9	-	25,6
Total	24,7	43,3	44,4	6,3	120,4	124,1	13,1	873,8

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de janvier 2004 s'est établi à 13,1 milliards d'euros, représentant trois fois le montant émis le mois précédent. Cette évolution est essentiellement due à une augmentation des capitaux levés par l'État. Compte tenu des remboursements, le montant des émissions nettes s'est élevé à 6,3 milliards d'euros.

L'Agence France Trésor a collecté plus de 82 % du montant des émissions obligataires sur la place de Paris. Près de 4 milliards d'euros ont été levés sur une nouvelle ligne d'OAT indexée sur l'inflation et remboursable en juillet 2020. Au total, l'État a réalisé en janvier près de 16 % de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2004 (68 milliards d'euros dont 13 milliards sur les lignes indexées). La dette obligataire de l'État représentait, à fin janvier 2004, 59,5 % des 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 2,2 milliards d'euros, dont 95 % sous forme d'obligations foncières. Les émissions nettes se sont élevées à 0,8 milliard d'euros. Sur les douze derniers mois, les flux nets de ce secteur demeurent néanmoins négatifs (- 1,8 milliard d'euros).

Les sociétés non financières n'ont pas émis d'obligations sur la place de Paris en janvier 2004 mais ont procédé à des remboursements à hauteur de 5,4 milliards d'euros. Le montant cumulé des flux nets sur les douze derniers mois a atteint - 5,4 milliards d'euros, contre - 1,2 milliard en 2003 et + 2,5 milliards en 2002.

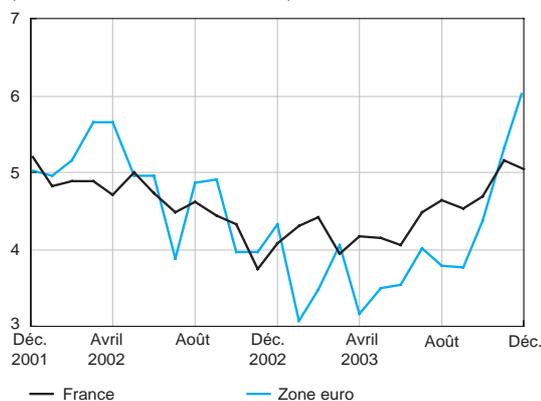
2.2.2 L'évolution des crédits

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a continué de se renforcer.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Source : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Décembre	Novembre	Décembre
	2002	2003	2003
Crédits des IFM	4,3	5,3	6,0
Banques	4,6	4,4	5,2
CDC et CNE	3,1	8,8	12,9
Établissements spécialisés	3,9	7,1	5,6

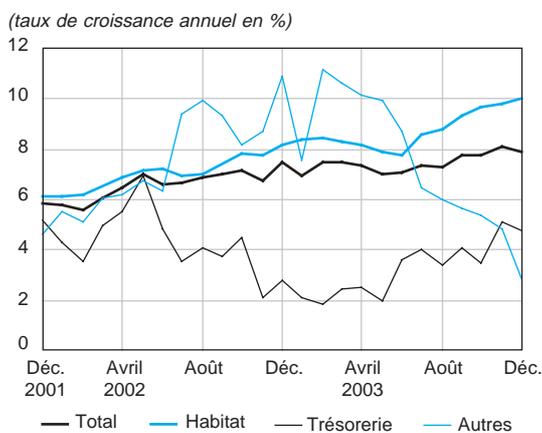
Le taux de croissance de l'encours des crédits accordés par les banques et l'ensemble CDC-CNE a sensiblement augmenté. Il a diminué pour les établissements spécialisés.

Crédits par agents et par objets

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Décembre	Novembre	Décembre
	2002	2003	2003
Crédits des IFM	4,3	5,3	6,0
aux administrations publiques	7,0	9,8	13,7
au secteur privé	4,0	4,8	5,1
dont :			
Crédits des EC aux ménages	7,5	8,1	7,9
dont : Trésorerie	2,8	5,1	4,8
Habitat	8,2	9,8	10,0
Crédits des EC aux sociétés non financières	3,0	- 0,8	- 1,1
dont : Trésorerie	0,9	- 14,4	- 15,3
Investissement	4,4	4,7	4,4

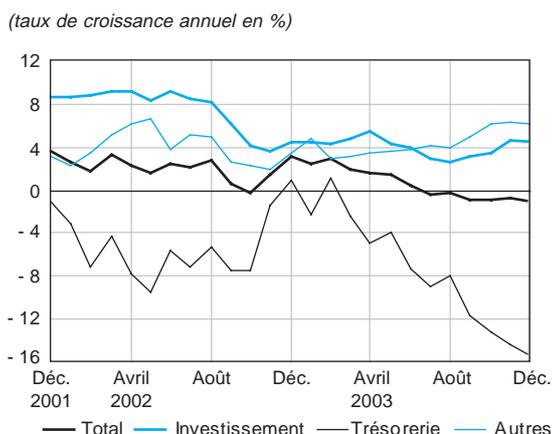
Le taux de croissance des crédits aux administrations publiques a fortement augmenté. Les crédits accordés aux ménages ont enregistré un léger ralentissement, la baisse du taux de croissance des crédits de trésorerie l'emportant sur la nouvelle accélération des crédits à l'habitat. Le recul des crédits accordés aux sociétés non financières s'est accentué, sous l'effet de l'accélération de la baisse des crédits de trésorerie et de la moindre progression des crédits à l'investissement.

Crédits des institutions financières monétaires aux ménages



Source : Banque de France

Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières



Source : Banque de France

Les taux d'intérêt débiteurs

Taux débiteurs

	(moyenne mensuelles en %)		
	Janvier 2003	Novembre 2003	Décembre 2003
Crédits à la consommation (a)			
Zone euro	7,37	6,59	nd
France	7,11	5,92	6,08
Crédits à l'habitat aux ménages (b)			
Zone euro	5,27	4,84	nd
France	5,31	4,49	4,67
Crédits aux entreprises (c)			
Zone euro	4,88	4,10	nd
France	4,22	3,61	3,60
Crédits aux entreprises (d)			
Zone euro	6,70	3,02	nd
France	3,11	2,89	2,88

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure ou égale à un an et inférieure à 5 ans
 (b) PFIT supérieure ou égale à 10 ans
 (c) PFIT inférieure à un an et montant initial inférieur à 1 million d'euros
 (d) PFIT supérieure ou égale à un an et montant initial supérieur ou égal à 1 million d'euros

nd : non disponible

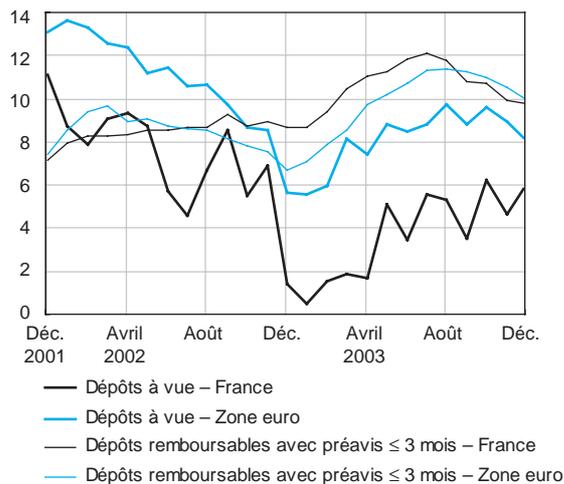
Source : Banque de France

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 %)

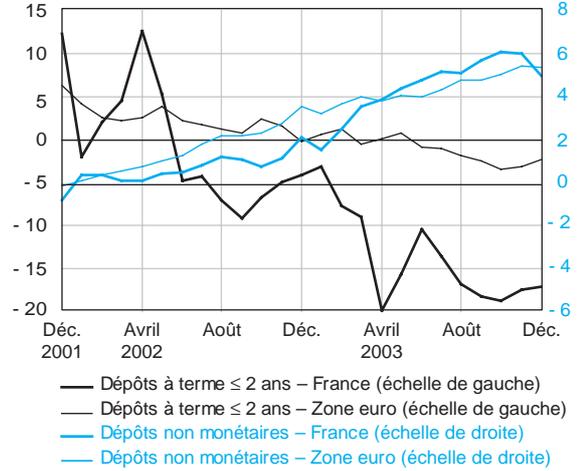


Sources : BCE, Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue a nettement augmenté en décembre, alors que celui des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois a continué de fléchir.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

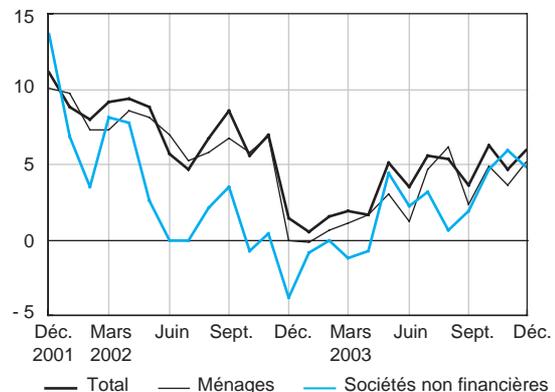
Dépôts à vue (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Dépôts à vue	1,5	4,7	6,0
Ménages	0,0	3,6	5,2
Sociétés non financières	-3,9	5,9	4,6
Autres	-2,9	-4,0	53,3

La progression des dépôts à vue des ménages et des autres agents s'est renforcée, alors que celle des dépôts à vue des sociétés non financières a été plus modérée.

Dépôts à vue par agents (France)

(taux de croissance annuel en %)



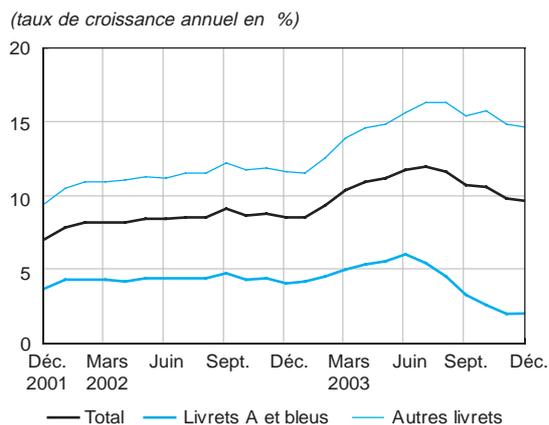
Source : Banque de France

Comptes sur livret (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Comptes sur livret	8,7	10,0	9,8
Livrets A et bleus	4,2	2,2	2,1
Livrets soumis à l'impôt	22,0	30,3	29,3
Livrets d'épargne populaire	5,0	8,0	8,7
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,6	6,6	6,5

La croissance de l'ensemble des comptes sur livret a continué de se modérer. À l'exception des livrets d'épargne populaire, tous les livrets ont enregistré une diminution de leur taux de croissance.

Comptes sur livret (France)



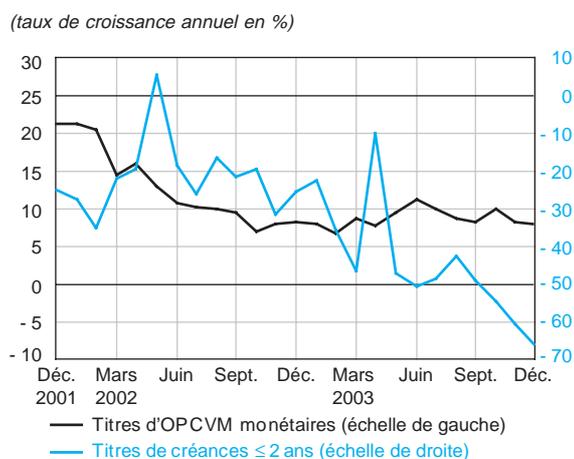
Source : Banque de France

Placements rémunérés aux taux du marché monétaire (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	1,1	- 3,1	- 4,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 4,2	- 17,4	- 17,0
Titres d'OPCVM monétaires	8,3	8,2	8,0
Titres de créances ≤ 2 ans	- 25,6	- 60,7	- 66,5
Pensions	- 1,1	12,6	8,6

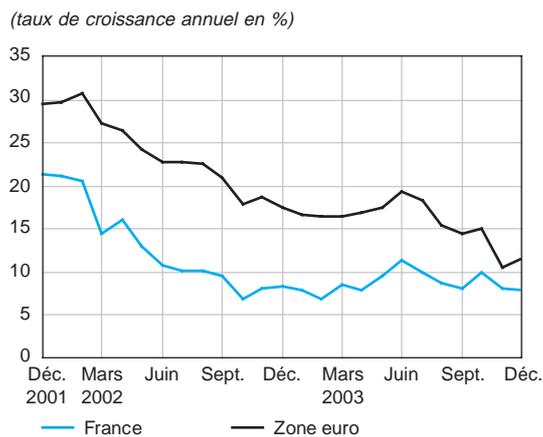
Le fléchissement de l'encours des placements rémunérés à des taux de marché s'est accentué en décembre. La rapide contraction des titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans et celle, moins marquée, des dépôts à terme de même échéance se sont poursuivies. Les rythmes de progression des placements en titres d'OPCVM monétaires et sous forme de pensions ont fléchi.

Principaux placements en titres monétaires (France)



Source : Banque de France

Titres d'OPCVM monétaires



Sources : Banque de France et BCE

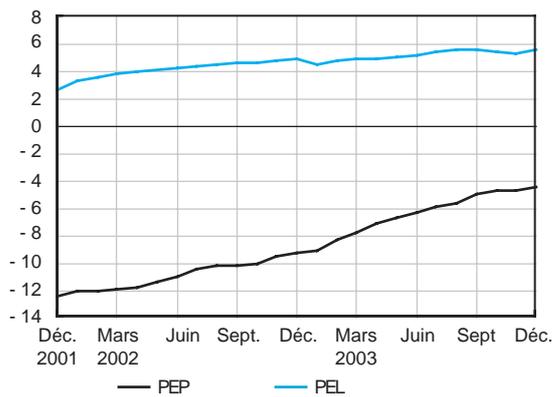
Dépôts non monétaires (France)

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Dépôts non monétaires	2,1	6,0	4,9
PEP bancaires	- 9,2	- 4,6	- 4,5
PEL	4,9	5,3	5,6

La croissance annuelle des dépôts non monétaires s'est sensiblement ralentie en décembre, essentiellement en raison des dépôts à terme supérieurs à deux ans, malgré une moindre contraction des encours des PEP bancaires et une accélération des PEL.

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

	<i>(en %)</i>		
	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003
OPCVM obligations	25,6	29,2	28,1
OPCVM actions	31,1	25,0	26,4
OPCVM diversifiés	36,2	36,2	35,2
OPCVM garantis	7,1	9,6	10,3
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorité des marchés financiers

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

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	<i>(flux sur douze mois, par rapport aux encours, en %)</i>			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
OPCVM obligations	- 3,9	- 8,2	- 4,6	- 4,6
OPCVM actions	6,4	3,3	0,6	1,4
OPCVM diversifiés	1,2	- 4,5	- 2,4	- 1,1

Source : Europerformance – Groupe Finifio

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets se sont maintenus à leur niveau du mois précédent pour les titres d'OPCVM « obligations » et se sont réduits pour les titres d'OPCVM « diversifiés ». Les flux nets de souscriptions de titres d'OPCVM « actions » se sont quelque peu renforcés.

Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM

	<i>(en %)</i>			
	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
OPCVM obligations	4,9	7,2	4,9	4,1
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	2,8	14,8
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	3,4	7,8

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

Source : Europerformance – Groupe Finifio

Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » a fléchi. Celui des titres d'OPCVM « diversifiés » et surtout des titres d'OPCVM « actions » s'est, à l'inverse, nettement redressé.

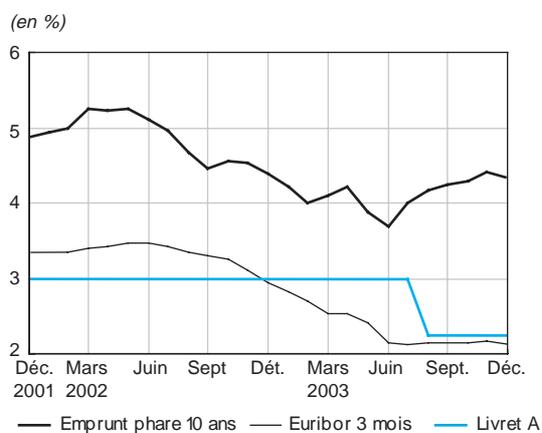
Les taux d'intérêt créditeurs

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

Taux d'intérêt de référence

	<i>(moyennes mensuelles en %)</i>		
	Janvier 2003	Novembre 2003	Décembre 2003
Euribor 3 mois	2,83	2,16	2,15
Emprunt phare 10 ans	4,22	4,41	4,34
Livret A	3,00	2,25	2,25

Taux de marché et taux réglementés



Sources : BCE, Banque de France

Taux créditeurs

(moyennes mensuelles en %)

	Janvier 2003	Octobre 2003	Novembre 2003
Dépôts à vue			
Zone euro	0,89	0,70	0,70
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,33	2,03	2,00
France	3,08	2,59	2,53
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,63	2,00	2,00
France	3,19	2,77	2,74
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	3,60	3,44	3,44
France	3,90	3,84	3,83

NB : les taux créditeurs à fin décembre ne sont pas disponibles.

Source : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Au cours du mois de janvier, l'évolution des marchés de change a été marquée par un léger repli de l'euro contre dollar des États-Unis et contre yen, faisant suite au mouvement de hausse enregistré au quatrième trimestre 2003. Sur les marchés obligataires, les rendements se sont détendus de part et d'autre de l'Atlantique. Enfin, les marchés boursiers se sont inscrits en légère hausse.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

Au cours du mois de janvier, l'évolution de l'euro contre dollar des États-Unis a connu deux phases distinctes. Sa progression s'est tout d'abord poursuivie pour atteindre son nouveau plus haut niveau historique le 12 janvier, à 1,2899. Elle s'est ensuite stoppée après les propos du Président de la Banque centrale européenne (BCE) désapprouvant la volatilité excessive de l'euro.

L'euro contre dollar a ensuite évolué sans tendance claire à l'intérieur d'une fourchette relativement large (1,23-1,26), dans un contexte de nervosité croissante à l'approche du sommet du G 7 des 6 et 7 février en Floride. Cette incertitude s'est reflétée dans la progression de la volatilité implicite tirée des options de change qui, à horizon d'un mois, est passée de 8,45 % le 31 décembre à 12 % le 31 janvier, ce qui reste toutefois nettement inférieur aux niveaux observés en 2000. De même, la préférence du marché pour les stratégies de protection contre une hausse (plutôt qu'une baisse) de l'euro contre dollar s'est estompée jusqu'à s'annuler, le *risk reversal* un mois revenant de 0,4 % à 0 %. Le dollar a, par ailleurs, bénéficié des données faisant apparaître une reprise des entrées de capitaux étrangers en novembre 2003 et de la publication d'indices de confiance favorables.

Le taux de change effectif de l'euro, mesuré contre les douze principaux partenaires commerciaux de la zone euro (source BCE), s'est également replié, revenant de 105,62 le 31 décembre 2003 à 103,75 le 30 janvier (- 1,8 %)

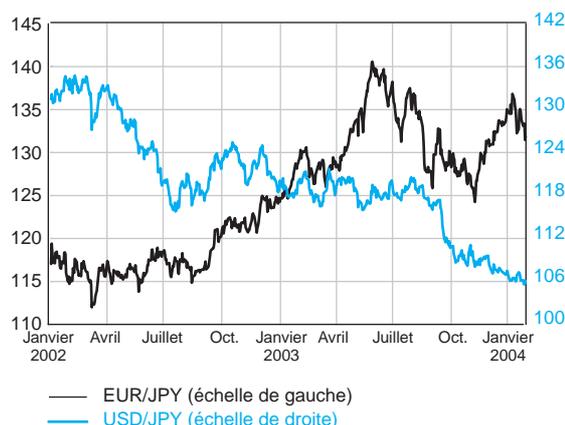
Taux de change effectif de l'euro
Base 100 = 1^{er} trimestre 1999



Source : BCE

Dans un contexte de poursuite d'interventions de change substantielles de la Banque du Japon pour limiter l'appréciation de sa devise, le yen a progressé de 1 % contre dollar, passant de 106,93 à 105,83 entre le 31 décembre 2003 et le 30 janvier 2004. Il s'est apprécié de 3 % contre euro, passant de 135 à 131 pour un euro.

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

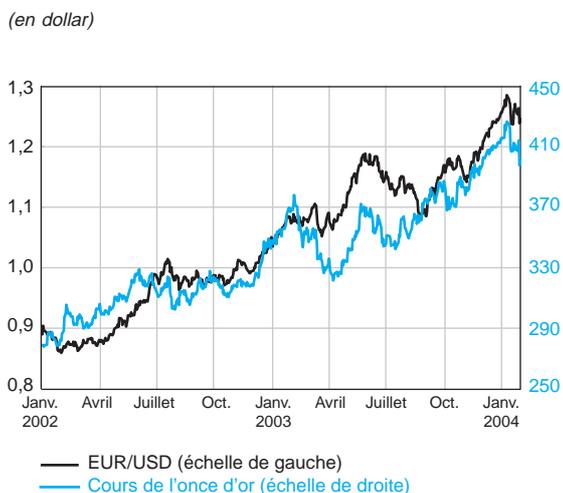


La livre sterling a progressé contre le dollar et l'euro, en raison de la publication de statistiques favorables concernant l'économie britannique. Elle a également été soutenue par la perspective d'un différentiel de taux plus favorable, les intervenants de marché anticipant un durcissement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre à court terme. Elle s'est ainsi appréciée de 3 % contre euro (1 euro = 0,6837 GBP pour un euro, au lieu de 0,7045) et de 2,5 % contre dollar (à 1,8228 dollar pour une livre, au lieu de 1,7793).

Taux de change de la livre sterling contre dollar et contre euro



Taux de change de l'euro contre dollar et cours de l'or



Les devises d'Europe centrale et orientale se sont légèrement dépréciées face à l'euro, dans un contexte de pressions renouvelées sur le marché obligataire. Ainsi, le forint hongrois est passé de 260 à 265 unités pour un euro (soit une dépréciation de 1,9 %), le rendement à dix ans hongrois passant, dans le même temps, de 7,95 % à 8,50 %. Le zloty a également reculé, passant de 4,71 à 4,80 unités pour un euro (soit une baisse de 1,9 %), le rendement du dix ans polonais se tendant de 6,54 % à 6,90 %.

Le dollar canadien s'est replié de plus de 2 % face au dollar des États-Unis (USD/CAD à 1,3250 fin janvier) et de 1,6 % vis-à-vis de l'euro (EUR/CAD à 1,6531 le 30 janvier) dans le sillage de l'assouplissement monétaire de 25 points de base, à 2,50 %, opéré par la Banque centrale du Canada.

Reflétant principalement la meilleure tenue du dollar des États-Unis pendant la seconde partie du mois de janvier, le cours de l'or s'est inscrit en baisse, l'once affichant le 30 janvier 2004 un niveau de 403 dollars contre 416 le 31 décembre 2003, après avoir atteint le 6 janvier, à 430 dollars, son plus haut niveau depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

Les cours du pétrole sont restés élevés tout au long du mois de janvier, le *brent* finissant le mois sur les mêmes niveaux qu'en décembre, aux environs de 30 dollars le baril, après avoir dépassé 32 dollar au cours du mois, dans un contexte de persistance de conditions climatiques défavorables, de faiblesse de la devise des États-Unis, n'incitant pas l'OPEP à accroître sensiblement sa production, et d'anticipations d'une réduction de la demande de pétrole au deuxième trimestre 2004.

3.2. Les marchés de taux d'intérêt

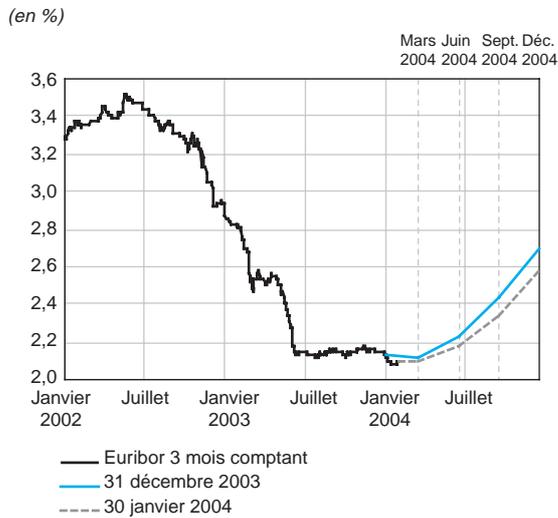
Sur les marchés de taux d'intérêt, les taux à court terme ont quelque peu fléchi, dans la zone euro comme aux États-Unis ; les rendements obligataires se sont inscrits également en légère baisse de part et d'autre de l'Atlantique.

Repli des taux monétaires et des rendements obligataires dans la zone euro

En dépit de la publication d'indicateurs d'activité favorablement orientés dans l'ensemble (notamment indice de confiance allemand IFO, indice du climat des affaires, production industrielle, indices PMI Reuters), les taux courts se sont orientés légèrement à la baisse (- 3 points de base sur les taux à trois mois).

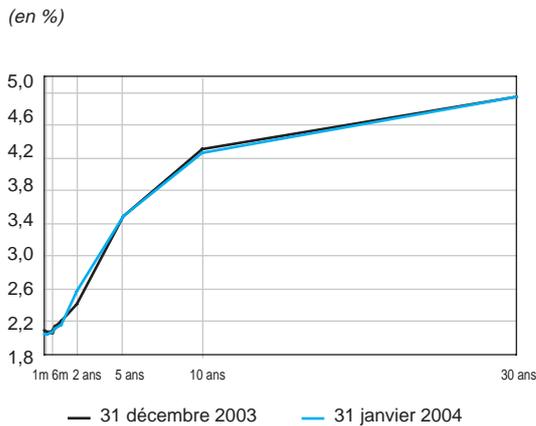
La pente de la courbe des taux implicites des contrats Euribor s'est aplatie (l'écart entre les taux implicites des contrats Euribor d'échéances septembre 2004 et mars 2004 s'est établi à 25 points de base, contre 33 points fin décembre), reflétant un report des anticipations en matière de resserrement de la politique monétaire de la BCE, en liaison avec la fermeté de l'euro sur les marchés de change. En effet, alors qu'en décembre une première hausse des taux était anticipée en août 2004 par les participants de marché, à la fin du mois de janvier celle-ci n'était plus anticipée qu'au quatrième trimestre 2004.

Taux implicites des contrats Euribor



La baisse des taux à court terme s'est diffusée aux rendements obligataires de la zone euro (- 8 points de base sur la maturité deux ans, qui s'établit fin janvier à 2,73 %, et - 4 points de base sur la maturité à dix ans français, à 3,49 % à la même date) malgré une offre abondante de titres au cours du mois.

Courbe des taux d'intérêt en France



S'agissant des émetteurs privés, un écartement modeste des primes de signature a été enregistré dans la zone euro, concernant en particulier les obligations « à haut rendement », émises par les entreprises moins bien notées. Les primes de signature restent toutefois sur des niveaux faibles en regard de ceux atteints en 2002.

Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 déc. 2003	30 janv. 2004	Variation	Plus haut 2002
Industrielles AAA	7	8	1	21
Industrielles AA	26	27	1	61
Financières AA	31	33	2	60
Corporate BBB	87	94	7	267
Industrielles BBB	85	93	8	286
Télécom BBB	67	78	11	255

Source : Merrill Lynch, échéance cinq ans

Aplatissement de la courbe des rendements obligataires américains

Aux États-Unis, dans un contexte d'inflation demeurant sur de bas niveaux, la confirmation d'une croissance forte, mais au faible contenu en emploi, étayée par les commentaires de responsables du Système fédéral de réserve, a contribué au repli relativement marqué des rendements obligataires américains en première partie de mois.

Par la suite toutefois, ceux-ci ont effacé une partie de leur recul, en liaison avec la publication d'indicateurs conjoncturels favorablement orientés, dans le sillage de la publication du communiqué à l'issue du FOMC du 28 janvier. En effet, si ce Comité (Comité fédéral de l'open market) a laissé les taux directeurs inchangés, le marché a été sensible à la communication des autorités monétaires laissant entrevoir une inflexion à venir de leur politique monétaire accommodante.

Dans ce contexte, la courbe des taux implicites des contrats eurodollar s'est décalée vers le bas dans un mouvement d'aplatissement, les taux implicites des contrats mars et décembre 2004 se repliant de, respectivement, 4 et 11 points de base, à 1,18 % et 2,05 %. Néanmoins, les anticipations de politique monétaire n'ont pas été sensiblement modifiées d'une fin de mois à l'autre : elles portent sur une première hausse des taux du Système fédéral de réserve de 25 points de base au début de l'été et une seconde, de même ampleur, en novembre.

Au total, la courbe des rendements a enregistré un léger aplatissement, le rendement à deux ans demeurant inchangé autour de 1,82 % et celui à dix ans se repliant de 12 points de base, à 4,13 %, en fin de mois.

Au Japon, les rendements obligataires se sont également légèrement repliés, en liaison avec l'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de la Banque centrale, qui a relevé, le 20 janvier, la fourchette objectif des soldes courants des établissements financiers ouverts dans ses livres (de 27-32 trillions à 30-35 trillions de yens).

3.3. Les marchés boursiers

Au cours du mois de janvier, la plupart des indices boursiers des pays industrialisés ont progressé, renouant avec les niveaux observés en 2002. Les marchés boursiers ont été notamment soutenus par la publication de statistiques globalement encourageantes sur le front de la croissance de part et d'autre de l'Atlantique.

Indices boursiers

	Niveau au 30 janvier 2004	Variation/ 31 décembre 2003	Variation année 2003
<i>(en %)</i>			
Indices			
CAC 40	3 638,44	2,26	16,12
DAX	4 058,60	2,36	37,08
DJ EuroStoxx 50	2 839,13	2,84	12,9
FTSE	4 390,70	- 1,93	13,62
Dow Jones	10 488,07	0,73	24,83
Nikkei	10 783,61	1,00	24,45
Indices technologiques			
ITCAC	1 018,79	7,83	52,88
Nasdaq	2 066,15	3,43	49,58

Les progrès les plus importants ont été enregistrés sur les valeurs technologiques, tant en Europe qu'aux

États-Unis (hausse de près de 3,5 % du Nasdaq et progression de plus de 12 % du sous-secteur technologique de l'EuroStoxx). Elles ont bénéficié d'annonces de résultats en hausse pour le quatrième trimestre et de relèvements de recommandations de la part des banques d'investissement sur des acteurs majeurs du secteur.

Au sein de la zone euro, le secteur de la santé s'est, lui aussi, particulièrement bien tenu (+ 9 %) dans un contexte de reprise des fusions-acquisitions.

L'évolution négative du Footsie (- 1,9 %) s'explique par la pondération importante (plus de 12 %) dans l'indice des valeurs pétrolières, qui ont, en particulier, subi l'impact de l'appréciation de la livre sterling.

Le Nikkei (+ 1%) s'est inscrit en hausse au cours du mois de janvier. Toutefois, au sein de l'indice, les valeurs exportatrices ont particulièrement pâti de l'appréciation du yen face au dollar.

Indices boursiers



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 %)

	Janvier 2004		Moyenne année 2003	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	332,46	62,46	394,22	57,63
Pensions à taux fixe	90,12	16,93	122,13	19,09
Pensions à taux variable	242,35	45,53	272,09	39,67
BTAN	129,12	24,26	171,64	25,24
Pensions à taux fixe	29,66	5,57	51,37	7,52
Pensions à taux variable	99,46	18,69	120,27	17,72
BTF	70,66	13,28	97,39	14,41
Pensions à taux fixe	15,00	2,82	19,58	2,86
Pensions à taux variable	55,66	10,46	77,81	11,55
TOTAL	532,25	100,00	663,25	100,00
Pensions à taux fixe	134,78	25,32	193,07	29,15
Pensions à taux variable	397,47	74,68	470,17	70,85

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	31 janv.	31 déc.	Variation
	2004	2003	
1 mois	1,99	2,04	- 5
3 mois	2,00	2,03	- 3
6 mois	2,03	2,04	- 1
12 mois	2,14	2,17	- 3
2 ans	2,35	2,42	- 7
5 ans	3,404	3,48	- 8

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en janvier 2004		Encours à fin janvier 2004
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	437,6	18,3	319,2
Certificats de dépôt négociables	383,5	16,1	203,0
BMTN	0,9	- 0,2	54,0
Billets de trésorerie	53,2	2,4	62,2

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

(en %)

	1 au 9 janvier	10 au 16 janvier	17 au 23 janvier	24 au 30 janvier
Billets à 1 jour	2,09	2,07	2,03	2,09
Billets à 10 jours	2,16	(-)	(-)	(-)
Billets à 30 jours	2,19	2,13	2,11	2,12
Billets à 90 jours	2,17	2,25	2,14	2,14
Billets à 180 jours	2,21 ns	2,14	2,13	2,16

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	1 ^{er} au 9 janvier	10 au 16 janvier	17 au 23 janvier	24 au 30 janvier
Certificats à 1 jour	2,09	2,07	2,03	2,09
Certificats à 10 jours	2,00	2,00	2,04	2,00
Certificats à 30 jours	2,07	2,06	2,06	2,07
Certificats à 90 jours	2,13	2,12	2,10	2,10
Certificats à 180 jours	2,16	2,05	2,13	2,11

Spreads billets de trésorerie — swaps

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

(en points de base)

		A1/P1/- F1	A2/P2/- F2	Non notés	Véhicules (a)
		1 mois	Novembre 2003	0	5
	Décembre 2003	3	6	18	8
	Janvier 2004	1	4	8	5
3 mois	Novembre 2003	5	10	15	9
	Décembre 2003	6	8	19	8
	Janvier 2004	3	9	10	7

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

Au cours du mois de janvier, on observe un rétrécissement des spreads à un mois, particulièrement sensible pour la catégorie d'émetteurs non notés (moins dix points). De même, sur la durée trois mois, on relève une baisse de trois points de base pour la population des émetteurs les mieux notés et de neuf points pour les émetteurs non notés.

Comment évaluer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ?

L'effet « Balassa-Samuelson » désigne le mécanisme par lequel une appréciation du taux de change réel se produit au cours du processus de rattrapage, en raison de gains de productivité relatifs plus rapides dans le secteur des biens échangeables. Comme les taux de change réels ont eu tendance à s'apprécier dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) au cours la dernière décennie, la question se pose naturellement de savoir si cet effet serait en jeu. Les premiers travaux ayant conclu en ce sens, certains économistes y ont vu un possible obstacle à la convergence nominale de ces pays dans leur processus d'intégration à la zone euro. En effet, l'appréciation de leur taux de change réel, si elle se poursuivait, correspondrait soit à un surcroît d'inflation par rapport à la zone euro, préjudiciable au respect du critère de Maastricht sur la stabilité des prix, soit à une appréciation du taux de change nominal, contrevenant au critère de stabilité des changes. C'est pourquoi de nombreuses études ont été consacrées récemment à cette question. Bien que la plupart des travaux estiment un effet de faible taille, cette mesure est entachée d'une grande incertitude. Cet article récapitule les principaux résultats obtenus dans les travaux existants et montre comment la mesure de l'effet est sensible aux formulations et aux hypothèses implicites utilisées.

Virginie COUDERT

Direction générale des Opérations

Direction des Études de marché et des Relations avec la Place

Les différentes implications de l'effet Balassa pour les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) ont donné lieu à de nombreux travaux : Halpern et Wyplosz (1997), Krajnyak et Zettelmeyer (1997, 1998), Dietz (1999), De Broeck et Slok (2001), Backé *et alii* (2002), Kovacz (2002), Mihaljek et Klau (2003), Égert *et alii* (2003)...., visant à déterminer l'existence et la taille de cet effet. L'effet Balassa est aussi pris en compte dans l'ensemble des études visant à calculer des taux de change d'équilibre pour les pays accédants à l'Union européenne (PA) sur la base d'une approche économétrique : Égert-Lahreche (2003), Alberola (2003).... Pour sa part, cet article vise à discuter les différentes représentations de cet effet Balassa et les mesures qui peuvent en être tirées, avant de fournir des ordres de grandeur sur cet effet. La première partie explicite les principales formules utilisées pour calculer l'effet Balassa et en discute les hypothèses. Deux manières de définir l'effet Balassa sont distinguées : au sens large, par la montée des prix relatifs des services ; au sens strict, par les différences de productivité entre les secteurs. La deuxième partie traite des sources spécifiques de l'effet Balassa dans les PA. La troisième partie compare les résultats de plusieurs estimations, publiées dans différentes études, qui procèdent par chiffrages directs ou méthodes économétriques.

1. L'effet Balassa-Samuelson, définition et conséquences

L'effet « Balassa-Samuelson », introduit par Balassa (1964) et Samuelson (1964), désigne la distorsion dans la parité de pouvoir d'achat (PPA) due aux différences internationales de productivité relatives entre les secteurs des biens échangeables (qui correspondent *grosso modo* à l'industrie manufacturière et l'agriculture) et non échangeables (approximativement, les services). Cette distorsion peut s'apprécier en niveau ou en évolution. L'effet Balassa en niveau prévoit que les pays ayant une productivité relativement moins forte dans les biens échangeables que dans les biens non échangeables — comme c'est le cas des pays émergents ou en développement — ont des niveaux de prix moins élevés que les autres pays. Transposé en évolution, l'effet Balassa désigne l'appréciation tendancielle du taux de change réel des pays au cours de leur processus de rattrapage économique, sous l'effet des gains de productivité relatifs dans le secteur des biens échangeables.

En effet, au cours du processus de développement, la productivité a tendance à augmenter plus vite dans le secteur des biens échangeables que dans les services. Les prix des biens échangeables étant fixés par la concurrence internationale, une augmentation de la productivité dans ce secteur y entraîne une hausse des salaires, qui n'est pas préjudiciable à la compétitivité. Cette augmentation de salaires étant diffusée à l'ensemble de l'économie, il en résulte une montée des prix relatifs dans le secteur des biens non échangeables, où la productivité n'a pas augmenté parallèlement. L'indice des prix étant une moyenne entre les deux secteurs, il y a augmentation des prix des biens nationaux par rapport à ceux de l'étranger. Ceci traduit, par définition, une appréciation du taux de change réel.

1.1. L'effet Balassa : les différentes définitions

Il existe différentes manières d'appréhender l'effet Balassa. Une première version simplifiée ne fait intervenir que la montée des prix relatifs des services. Cette première représentation peut être considérée comme un effet Balassa au sens large. Ensuite, le cadre dans lequel interviennent les évolutions de prix relatif peut être précisé en tenant compte des productivités, ce qui correspond à l'effet Balassa habituel.

1.1.1. Décomposition du taux de change réel

On peut donner une première représentation très simple de l'effet Balassa en se plaçant dans le cadre d'une économie ouverte à deux secteurs, des biens échangeables et des biens non échangeables. Il suffit de comparer deux définitions du taux de change réel, obtenues avec deux déflateurs différents. Pour fixer les idées, on se placera dans le cadre d'une économie émergente, par exemple un PECO, dont le taux de change est calculé par rapport à un pays étranger plus avancé, noté *, par exemple la zone euro.

D'une part, l'appréciation du taux de change réel du PECO par rapport à la zone euro est égale à l'appréciation du taux de change nominal plus l'écart d'inflation (mesuré par l'évolution du prix de la demande finale) entre le PECO et la zone euro, ce qui est la définition habituelle :

$$(1) \quad \dot{q} = \dot{e} + \dot{p} - \dot{p}^*$$

où \dot{q} et \dot{e} désignent respectivement le taux de change réel et nominal, pris en taux de croissance ; \dot{p} et \dot{p}^* , respectivement le taux de croissance des prix de la demande finale dans le PECO et dans la zone euro ¹.

D'autre part, un autre taux de change réel peut être défini seulement pour le secteur des biens échangeables. Dans ce cas, les prix utilisés pour déflateurs sont ceux des biens échangeables, notés \dot{p}_T et \dot{p}_T^* , où l'indice T désigne le secteur des biens échangeables et l'indice N , utilisé par la suite, le secteur des biens non échangeables ;

$$(2) \quad \dot{q}_T = \dot{p}_T + \dot{e} - \dot{p}_T^*$$

En soustrayant les deux équations (1) et (2), on peut exprimer le taux de change réel comme la somme du taux de change réel sur les biens échangeables \dot{q}_T et de la différence entre les deux pays des prix relatifs sur l'ensemble des biens et le secteur exposé T :

$$(3) \quad \dot{q} = \dot{q}_T + [(\dot{p} - \dot{p}_T) - (\dot{p}^* - \dot{p}_T^*)]$$

¹ Les variables en minuscules surmontées de points indiquent des taux de croissance (dérivées logarithmiques). Le taux de change réel et nominal est pris au certain (nombre d'unités de monnaies étrangères par unité de monnaie nationale).

Remarquons qu'à ce stade aucune hypothèse particulière n'a été posée. L'égalité (3) est donc toujours valable, que l'« effet Balassa » soit vérifié ou non. Selon cette formule, le taux de change réel peut s'apprécier pour deux raisons :

- le prix des biens échangeables du PECO augmente par rapport à l'étranger, (augmentation de \dot{q}_T). Il s'agit alors en général d'une perte de compétitivité, qui rendra plus difficile les exportations ;
- le prix relatif des biens non échangeables augmente plus dans le pays concerné que dans la zone euro (augmentation du terme : $[(\dot{p} - \dot{p}_T) - (\dot{p}^* - \dot{p}_T^*)]$) : cette seconde forme d'appréciation peut s'effectuer sans perte de compétitivité sur les produits échangés, c'est-à-dire avec \dot{q}_T constant. Il s'agit là d'un effet « Balassa ».

La montée du prix relatif des biens non échangeables par rapport à celui des biens échangeables peut recouvrir différents phénomènes. Pour Balassa (1964), elle correspond à des gains de productivité plus importants dans l'industrie manufacturière.

Une formulation équivalente peut être obtenue en considérant le prix de la demande finale, donné par la moyenne pondérée des prix dans les deux secteurs :

$$(4) \quad \dot{p} = \gamma \dot{p}_T + (1-\gamma) \dot{p}_N$$

où \dot{p}_T et \dot{p}_N désignent les variations des prix des secteurs des biens échangeables T et non échangeables N , et γ la part des biens échangeables dans la demande finale. On peut aussi écrire :

$$(5) \quad \dot{p} = \dot{p}_T + (1-\gamma)(\dot{p}_N - \dot{p}_T)$$

Cette définition est aussi valable pour la zone euro :

$$(5^*) \quad \dot{p}^* = \dot{p}_T^* + (1-\gamma^*)(\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*)$$

Le taux de change réel contre euro défini dans l'équation (1), peut donc s'écrire :

$$(6) \quad \dot{q} = \dot{q}_T + (1-\gamma)[(\dot{p}_N - \dot{p}_T) - (\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*)] - (\gamma - \gamma^*)(\dot{p}_N^* - \dot{p}_T^*)$$

Le premier terme du membre de droite de l'équation (6) désigne le prix relatif des biens échangeables. Le deuxième terme représente l'effet Balassa lié à la différence des prix relatifs entre les facteurs et entre les pays. Le dernier terme à droite est négligeable si la proportion entre les deux secteurs est voisine dans les deux pays. Si la part des biens échangeables est nettement plus forte dans le pays émergent (ce qui semble être le cas dans les PECO), il faut tenir compte de ce terme, qui a un effet modérateur sur l'appréciation du taux de change réel.

Comme l'équation (3), la formule (6) est une décomposition arithmétique du taux de change réel, obtenue sans hypothèse particulière. Elle est donc toujours valable. L'effet Balassa est représenté par l'appréciation du taux de change réel, due à l'augmentation du deuxième terme, égal à la différence entre les pays des prix relatifs des secteurs.

L'effet Balassa peut recouvrir deux situations différentes, selon que l'appréciation du taux de change réel passe par l'inflation ou le taux de change nominal. Le cas le plus fréquent est celui d'une inflation plus importante dans le pays en question qu'à l'étranger. Cependant, l'effet Balassa peut théoriquement exister, même avec une inflation plus faible dans le pays considéré, dès lors que la condition sur les prix relatifs est satisfaite (deuxième terme entre crochets de l'équation (6) positif). Dans ce cas, l'appréciation du taux de change réel intervient par le biais du renchérissement du taux de change nominal.

1.1.2. Les différences de productivité entre les secteurs

Il s'agit ensuite d'expliquer l'évolution différenciée des prix relatifs entre les secteurs. Celle-ci dépend essentiellement des différences de productivité. Pour s'en rendre compte, on commence par déterminer le prix relatif des biens non échangeables par rapport aux biens échangeables dans une seule économie. Ce prix relatif est aussi appelé « taux de change interne », dans la mesure où il compare le prix des biens nationaux à celui des biens soumis à la concurrence internationale.

L'évolution des prix relatifs des biens non échangeables peut être exprimée de la manière suivante (voir annexe) :

$$(7) \quad \dot{P}_N - \dot{P}_T = \frac{\alpha_N}{\alpha_T} \dot{\theta}_T - \dot{\theta}_N$$

où α_i désigne la part du travail dans la valeur ajoutée du secteur $i = T, N$ et $\dot{\theta}_i$ la croissance de la productivité totale des facteurs dans le secteur i .

Ainsi, le prix relatif des biens non échangeables, c'est-à-dire le « taux de change interne », s'apprécie avec les gains de productivité dans le secteur des biens échangeables. Plus exactement, il s'apprécie avec la productivité totale des facteurs, corrigée par la part du travail dans la valeur ajoutée des deux secteurs. En général, le secteur des biens échangeables étant plus capitalistique que celui des biens non échangeables, on a $\frac{\alpha_N}{\alpha_T} > 1$. Ainsi, même si les gains de productivité sont les mêmes dans les deux secteurs, la formule (7) montre qu'il y a une dérive des prix des biens non échangeables, ou appréciation du taux de change réel. Généralement, on a aussi : $\dot{\theta}_T > \dot{\theta}_N$, c'est-à-dire un accroissement relatif de la productivité dans les biens échangeables, qui se traduit donc par une appréciation du « taux de change interne ».

En revenant à la formulation générale (6) et en remplaçant les prix relatifs par leur valeur dans (7) pour les deux pays, on obtient :

$$(8) \quad \dot{q} = \dot{q}_T + (1-\gamma) \left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T} \dot{\theta}_T - \frac{\alpha_N^*}{\alpha_T^*} \dot{\theta}_T^* \right) - (\gamma^* - \gamma) \left(\frac{\alpha_N^*}{\alpha_T^*} \dot{\theta}_T^* - \dot{\theta}_N^* \right)$$

Souvent, cette formulation est simplifiée en considérant les paramètres $\frac{\alpha_N}{\alpha_T}$ et γ égaux pour les deux pays :

$$(9) \quad \dot{q} = \dot{q}_T + (1-\gamma) \left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T} (\dot{\theta}_T - \dot{\theta}_T^*) - (\dot{\theta}_N - \dot{\theta}_N^*) \right)$$

Cette formule s'applique aussi à la différence de prix entre les pays, en retranchant le taux de change nominal des deux côtés :

$$(10) \quad \dot{p} - \dot{p}^* = (\dot{p}_T - \dot{p}_T^*) + (1-\gamma) \left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T} (\dot{\theta}_T - \dot{\theta}_T^*) - (\dot{\theta}_N - \dot{\theta}_N^*) \right)$$

Enfin, on peut aussi représenter un effet Balassa interne, par l'impact des différences de productivité entre les secteurs sur l'indice des prix dans un seul pays :

$$(11) \quad \dot{p} = \dot{p}_T + (1-\gamma) \frac{\alpha_N}{\alpha_T} \dot{\theta}_T - \dot{\theta}_N$$

1.2. Quelle est la validité de cet effet ?

1.2.1. Les hypothèses sous-jacentes :

L'une des hypothèses cruciales est que l'économie peut être décomposée en deux secteurs, l'un produisant des biens échangeables, exposé à la concurrence internationale, l'autre des biens « non échangeables », où les échanges extérieurs sont trop faibles pour qu'ils influencent la formation des prix. Étant donné l'ouverture croissante des économies, on peut s'interroger sur la validité de cette hypothèse. Dans la réalité, malgré le développement du commerce international des services, l'ensemble des services reste bien moins « échangeable » que les biens, comme l'ont montré De Gregorio *et alii* (1994). Leur « critère d'échangeabilité » consiste à considérer comme « échangeable » un secteur où les exportations représentent plus de 10 % de la production nationale. Leurs calculs, portant sur quatorze pays de l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE), sur la période 1970-1985, montrent que 45 % des biens manufacturés sont exportés, ce chiffre étant de 24 % pour les produits agricoles et 31 % pour les minerais. Seulement 4 % des services sont exportés en fin de période, cette part tombant à 2 % si on exclut les transports. Ces chiffres confirment l'existence d'un secteur de biens « non échangeables » recouvrant les services hors transports. Le secteur des biens échangeables inclut non seulement le secteur manufacturier mais aussi l'agriculture, les minerais et les transports, même si la plupart des études existantes l'assimilent aux seuls produits manufacturés, comme le remarquent Égert *et alii* (2003).

À l'origine, l'effet Balassa est démontré sous l'hypothèse d'un prix unique sur les biens échangeables, dans le cadre d'une petite économie ouverte en l'absence de restrictions aux échanges commerciaux. En réalité, la loi du prix unique n'est évidemment pas vérifiée, en raison notamment de la diversité des produits, des coûts de transport, de la politique de tarification des firmes, qui ont tendance à

s'aligner sur les prix locaux (« *price to market* ») au lieu d'appliquer leur propres prix convertis aux taux de change courants. Cependant, cette hypothèse ne s'avère pas nécessaire, puisque l'effet Balassa peut persister en la levant. On peut s'en rendre compte en considérant la formule (8). L'appréciation du taux de change réel est décomposée en deux parties, l'une reflétant l'évolution du taux de change réel sur les biens échangeables — qui peut être non nulle en l'absence d'hypothèse de prix unique sur ces biens — et l'autre la montée des prix relatifs des biens non échangeables, représentant l'effet Balassa.

Le secteur des biens échangeables connaît de plus forts gains de productivité que le secteur des biens non échangeables. Cette hypothèse semble vérifiée au niveau d'un pays et persiste sur le plan international, lorsque l'on considère la différence des gains de productivité relative du secteur échangeable entre un pays émergent et un pays avancé. En d'autres termes, les gains de productivité des pays au cours de leur processus de rattrapage se font surtout dans le secteur des biens échangeables.

Une autre catégorie d'hypothèses du modèle porte sur la parfaite mobilité des facteurs de production. La mobilité interne du travail tend à égaliser les salaires entre les différents secteurs, ce qui semble vérifié pour les PECO, d'après les statistiques fournies par Mihaljek and Klau (2003). Les hypothèses de parfaite mobilité internationale du capital et d'absence d'aversion pour le risque des investisseurs ont des conséquences plus discutables. Ces deux dernières hypothèses sont nécessaires à l'égalisation des taux d'intérêt réels (déflatés par le prix des biens échangeables) entre les pays (voir annexe). Ainsi les prix relatifs entre les pays et entre les secteurs ne dépendent que du coût du travail et la demande n'intervient pas dans la formation des prix. Dans la réalité, des primes de risque existent sur les monnaies des pays émergents, qui empêchent l'égalisation des rendements du capital. Il en résulte une influence de la demande sur les prix.

1.2.2. Autres explications possibles de l'appréciation du taux de change réel

L'effet Balassa n'est pas le seul facteur susceptible de rendre compte de l'appréciation des monnaies avec le niveau de développement. L'effet Balassa est purement un effet « d'offre » ; la demande ne joue aucun rôle dans la formation des prix relatifs (comme cela est visible sur le modèle donné en annexe). Or les prix relatifs peuvent aussi augmenter sous la pression de la demande. En relâchant les hypothèses de parfaite mobilité du capital du modèle de Balassa-Samuelson, on peut faire apparaître un effet de la demande sur les prix relatifs des secteurs, dit effet « Baumol-Bowen » (1966). Cet effet « Baumol-Bowen » permet aussi d'expliquer la montée des prix relatifs sur les biens non échangeables en faisant intervenir la demande des consommateurs : l'élasticité-revenu de la demande de services étant plus forte que celle de la demande de biens, la part des services dans la demande augmente au cours du processus de développement. Le prix relatif des services a aussi tendance à augmenter pour rééquilibrer l'offre et la demande sur les biens non échangeables. Il en résulte une appréciation des taux de change réel, interne et externe. Dans la réalité, la croissance des prix relatifs des services proviendrait non seulement d'une plus faible productivité du secteur, comme le prévoit l'effet Balassa, mais aussi d'une demande croissante au cours du

développement (De Gregorio *et alii*, 1994). La hausse tendancielle des prix relatifs des services prévue par l'effet Balassa-Samuelson est vérifiée dans la plupart des pays avancés et émergents, mais elle s'accompagne aussi d'un autre phénomène tendanciel majeur qui est la hausse de la part des services dans la valeur ajoutée. Or, ce phénomène n'est pas prévu dans l'effet Balassa. Il faut faire intervenir un effet de la demande des consommateurs pour le prendre en compte. Cependant, la plupart des études confondent les deux effets, Balassa et Baumol-Bowen, car les deux ont des conséquences similaires sur les taux de change, qui s'apprécient au cours du développement. L'effet « Balassa », qui est le plus connu, est invoqué la plupart du temps pour rendre compte des deux phénomènes.

On attribue aussi souvent à tort à l'effet Balassa l'ensemble de l'impact des variations de la productivité sur les taux de change. Or les chocs de productivité peuvent aussi affecter le taux de change réel par d'autres canaux, par exemple par le biais de la demande d'investissement. En effet, une hausse de la productivité peut susciter une augmentation de l'investissement, et donc une hausse du taux d'intérêt réel pour attirer les capitaux nécessaires à le financer, entraînant ainsi une appréciation du taux de change réel. Il peut aussi y avoir des effets sectoriels de cette demande d'investissement, comme le montre Fischer (2002).

1.2.3. Les tests empiriques

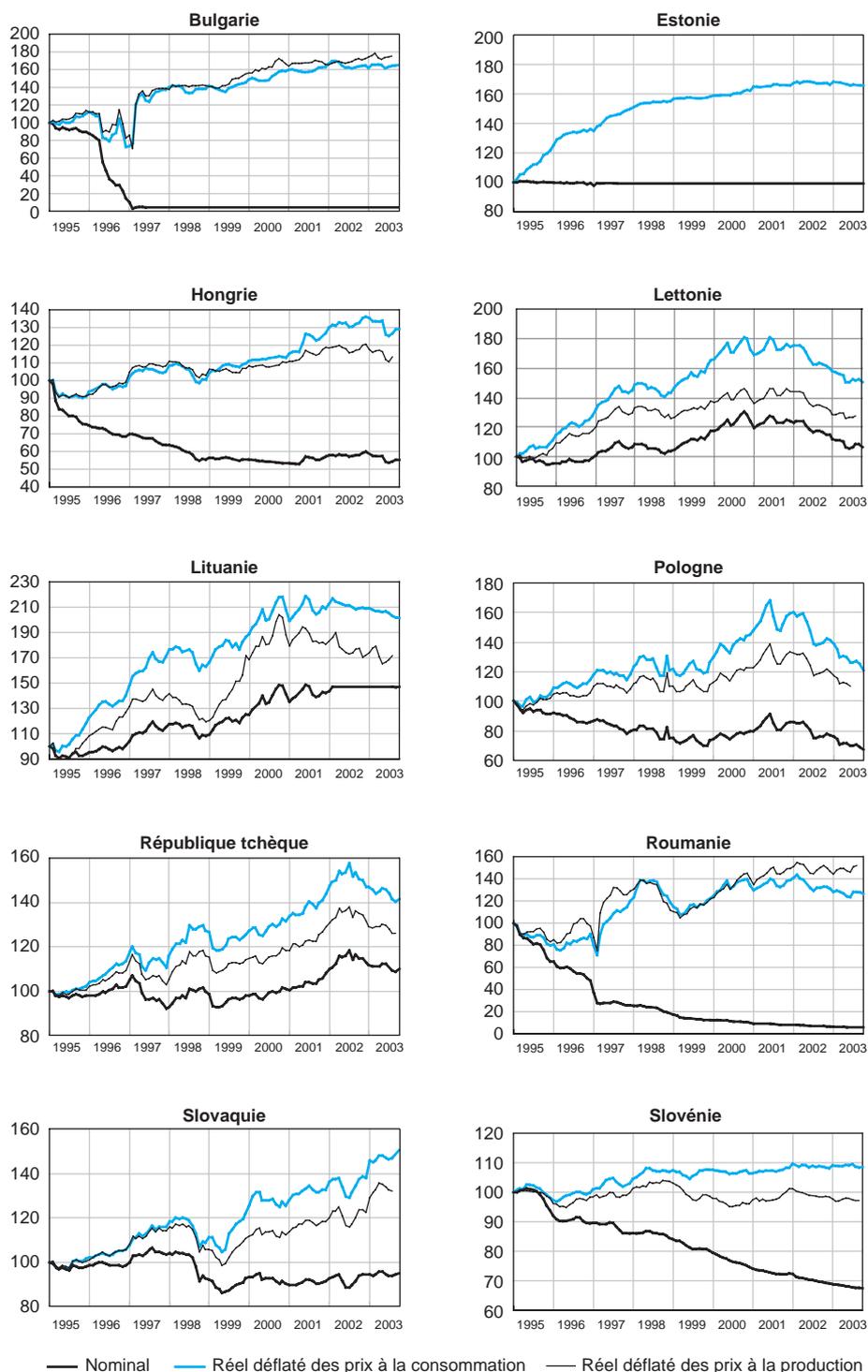
Il y a eu de nombreux tests empiriques de cet effet. *A priori*, l'article initial de Balassa (1964) concernait les pays de l'OCDE. Cependant, les nombreuses études qui ont suivi ont montré que l'effet était valable pour un grand ensemble des pays de niveau de développement différents. Dans leur revue de littérature, Edwards et Savastano (1999) rendent compte d'une quinzaine d'études ayant testé l'effet Balassa sur des échantillons de données incluant un grand nombre de pays ; la plupart trouvent un effet significatif. Il en est de même dans la revue de littérature effectuée par Montiel (1999). Généralement, le test porte non sur les différences de productivité entre les secteurs, dont les données ne sont pas toujours disponibles pour les pays émergents, mais sur les produits intérieurs bruts (PIB) par tête, représentatifs des niveaux de développement. Dans ce type de test, il n'est donc pas possible de distinguer l'effet d'offre et l'effet demande.

2. Les sources de l'effet Balassa dans les PECO

Les monnaies des PECO ont connu, dans leur ensemble, une tendance à une forte appréciation sur la dernière décennie. Cette appréciation peut tenir à diverses raisons, dont un rattrapage par rapport à une sous-évaluation initiale au moment de la transition (Halpern et Wyplosz, 1997). Pourtant, le fait que l'appréciation ait surtout porté sur les prix de la demande finale, plutôt que sur le prix des biens échangeables, est un indice d'un effet Balassa à l'œuvre dans ces pays (graphique 1).

Graphique 1
Taux de change réels et nominaux des PECO contre euro

(Taux de change bilatéral contre euro, base 100 = février 1995)



Sources : IFS, BCE, calculs Banque de France

Deux raisons spécifiques peuvent expliquer la montée des prix relatifs des services dans les PECO. Premièrement, les gains de productivité dans le secteur des biens échangeables ont été particulièrement rapides depuis le début de la transition, sous l'effet des restructurations massives des entreprises existantes et des investissements directs étrangers. Deuxièmement, les prix des services, maintenus particulièrement bas pendant la période socialiste, n'ont été déréglementés que progressivement, donnant lieu à un « effet de recouvrement des coûts », mis en évidence par Krajnyak et Zettelmeyer (1997). Après la transition, l'ajustement des prix administrés s'est effectué progressivement, alors que les prix des biens échangeables ont convergé plus rapidement. Aujourd'hui encore, ce phénomène n'est pas terminé, puisque la part des prix réglementés reste importante, de 13 à 24 % de l'indice des prix dans les PECO en 2000, selon Backé *et alii* (2002). Il existe donc toujours une inflation « réprimée » qui pourrait se manifester dans l'avenir, même si son importance devrait théoriquement diminuer.

L'étude de MacDonald et Wojcik (2002) pose des questions sur la nature de l'appréciation réelle observée dans les PECO. Il s'avère que l'effet Balassa attendu par la théorie n'est pas nécessairement vérifié. Leurs tests économétriques cherchent à expliquer deux variables dépendantes : le « taux de change interne », reconstitué à partir d'une base de données fournissant les prix par produits, et le taux de change réel, déflaté par les prix à la consommation. La variable explicative principale est la productivité relative dans les deux secteurs (la productivité de chacun des secteurs est une productivité du travail calculée en divisant la valeur ajoutée par l'emploi). Les résultats montrent que le taux de change réel est lié plutôt à la productivité du secteur des biens échangeables et non à la différence entre les secteurs, ce qui va à l'encontre de ce que prévoit l'effet Balassa. Paradoxalement, les effets de demande habituels sont négatifs pour les PECO. En effet, selon ces résultats, une augmentation de la demande globale ne conduit pas à une hausse de la demande relative de services, comme dans les autres pays. Une explication à ce paradoxe pourrait être que les consommateurs des PECO, qui ont été privés de biens échangeables dans les décennies précédentes, se tourneraient maintenant davantage vers ces biens à mesure que leur revenu s'élève. Un autre résultat de cette étude est de montrer l'importance des prix administrés dans l'évolution de l'inflation et du taux de change réel des PECO. L'introduction des prix administrés dans les équations tend à réduire la taille de l'effet Balassa, la montée des prix administrés se substituant à la celle des prix des services.

3. L'estimation de l'effet Balassa dans les PECO

Différents problèmes sont inhérents à l'estimation de l'effet Balassa. L'ensemble de ces problèmes et les différentes manières de les résoudre font que les estimations varient beaucoup d'une étude à l'autre. La définition du secteur des biens non échangeables diffère selon les auteurs. La plupart assimilent les biens échangeables à l'industrie manufacturière, d'autres y ajoutent l'agriculture. Même si ces derniers biens sont échangeables, l'existence d'une politique agricole commune contribue sans doute à brouiller les liens entre productivité et prix, et donc les estimations de l'effet Balassa.

Les formulations diffèrent aussi, comme le montre la première partie. On voit ainsi que la formule (8) peut donner lieu à plusieurs formulations selon que l'on considère les paramètres α_T , α_N et γ , γ^*g respectivement égaux ou non dans les deux secteurs et dans les deux pays. En effet, selon Égert *et alii* (2003), la pondération des services dans l'indice des prix, représentée par le coefficient $(1 - \gamma)$, est très différente dans les PECO et dans la zone euro, les chiffres étant de 28 % pour la Hongrie et 32 % pour la Pologne, contre 45 % pour l'Allemagne.

Mihaljek et Klau (2002) soulignent deux autres défauts courants de ces estimations. Premièrement, les variables employées pour représenter la productivité sont approximatives. Théoriquement, il devrait s'agir des « productivités totales des facteurs », c'est-à-dire reflétant à la fois les effectifs et le stock de capital. En fait, eu égard à l'absence de données pertinentes, la plupart des estimations utilisent la productivité du travail. Deuxièmement, la plupart des auteurs utilisent une formulation concernant les prix relatifs des deux secteurs dans un seul pays — comme dans les formules (7) ou (11) — sans le mettre en regard avec les évolutions des mêmes variables à l'étranger. Il s'agit alors du seul « taux de change réel interne » et non du taux de change réel habituel. Enfin les problèmes de données sont importants pour les PECO ; les gains de productivité du travail dans l'industrie varient considérablement d'une étude à l'autre, selon les sources utilisées, ce qui rend difficile la comparaison des estimations.

3.1. Chiffrages directs par décomposition du taux de change réel

Les chiffrages directs consistent à décomposer l'évolution du taux de change réel en une partie concernant les biens échangeables et l'autre représentant l'évolution des prix relatifs dans les deux secteurs, comme dans les formules (3), (6) ou (8). Ces méthodes ne sont guère appropriées, car l'effet Balassa est censé jouer sur le long terme, en tendance, et non être vérifié sur une période particulière, ce qui justifie l'usage de l'économétrie. Les chiffrages directs ont cependant l'avantage de leur simplicité, permettant une première vérification rapide.

3.1.1. Une première approximation

La formule (3), $\dot{q} = \dot{q}_T + [(\dot{p} - \dot{p}_T) - (\dot{p}^* - \dot{p}_T^*)]$, qui attribue l'effet Balassa à la différence entre les deux zones de l'inflation relative entre l'ensemble des biens et les biens échangeables est la plus simple à utiliser car, contrairement aux formulations habituelles, elle ne requiert pas de connaître la pondération entre les secteurs. Cependant, un problème majeur reste la mesure des prix des biens échangeables. En première approximation, on utilise parfois les prix de gros (ou les prix de production). On considère ainsi que, du fait de leur caractère intangible, les services sont par nature plus difficiles à stocker et à vendre « en gros » que les biens, d'où une composition de cet indice pondérant davantage les biens échangeables que ne le fait l'indice des prix à la consommation.

En utilisant cet indicateur, on constate bien une augmentation des prix relatifs de l'ensemble de la demande par rapport aux biens échangeables plus rapide dans les PECO que dans la zone euro, comme le montre le tableau 1. La différence est de 1,9 % en moyenne annuelle sur la période 1995-2002 pour l'ensemble des dix PECO. Cependant, elle enregistre une légère baisse sur la période récente, puisqu'elle n'est plus que de 1,4 % en 1999-2002. Ce chiffre permet de donner un premier ordre de grandeur du terme représentant l'effet Balassa dans l'équation (3). La tendance est confirmée par le graphique 1 : l'appréciation réelle tendancielle des monnaies des PECO est nettement plus forte lorsqu'on considère les prix de l'ensemble des biens que celle obtenue en considérant les seuls biens échangeables, ce qui va dans le sens d'un effet Balassa. Cependant, cet effet n'explique qu'une partie de l'appréciation, puisque la plupart des monnaies continuent à s'apprécier, même lorsqu'on déflate leur taux de change par un prix des biens échangeables. Les entrées de capitaux massives, attirées par les taux de rendement élevés dans la région, peuvent expliquer le phénomène.

Tableau 1
Différences des prix relatifs des deux secteurs entre les PECO et la zone euro

	1999	2000	2001	2002	Moyenne 1999-2002	Moyenne 1995-2002
Bulgarie	1,0	- 3,2	0,7	3,8	0,5	0,8
République tchèque	2,6	1,9	- 0,9	1,6	1,3	2,0
Estonie	6,2	2,1	- 1,4	2,5	2,3	2,7
Hongrie	6,4	1,2	1,4	7,1	4,0	1,8
Lettonie	8,3	5,0	- 2,0	0,3	2,8	4,0
Lituanie	0,8	- 11,5	2,4	3,3	- 1,4	3,0
Pologne	3,2	5,2	0,9	0,1	2,3	2,7
Roumanie	2,4	- 2,3	- 7,2	- 2,3	- 2,4	- 0,8
Slovénie	5,6	4,0	- 3,2	1,6	1,9	1,3
Slovaquie	8,1	5,0	- 2,1	0,6	2,8	-
Moyenne 10 PECO	4,5	0,7	- 1,1	1,8	1,4	1,9

NB : $(\dot{p} - \dot{p}_T) - (\dot{p}^{EUR} - \dot{p}_T^{EUR})$, \dot{p}_T est approximé par les prix à la production.
Sources : FMI, IFS, BCE

3.1.2. Mesure par la différence des productivités

Backé *et alii* (2002) estiment un effet Balassa-Samuelson sur le taux de change

interne, en utilisant la formule (11) $\dot{p} = \dot{p}_T + (1 - \gamma) \frac{\alpha_N}{\alpha_T} \dot{\theta}_T - \dot{\theta}_N$. Le dernier

terme représente la contribution des différences des productivités entre les secteurs à l'inflation. Le secteur des biens échangeables est assimilé au secteur manufacturier, les prix sont les déflateurs implicites de la valeur ajoutée et les productivités sont calculées par rapport au facteur travail.

Leurs résultats, reportés dans le tableau 2, montrent que l'effet Balassa induit par le différentiel de productivité aurait été de grande ampleur, en Pologne notamment (9,8 % de 1995 à 2000). Cet effet théorique a dépassé la montée observée des prix relatifs des services (5,3 %), ce qui suggère une compression des marges des entreprises de biens non échangeables sur la période, empêchant le parallélisme supposé entre prix et productivité.

Cet effet est sans doute ici surestimé pour deux raisons. D'une part, pour avoir l'impact sur le taux de change réel, à cet effet interne il faut retrancher le même effet dans la zone euro, même si celui-ci est faible, estimé à 1 % environ par an (Rother, 2000) ou à 0,4-0,6 % sur l'Allemagne, sur la période 1995-2000, comme le montre le tableau 3. D'autre part, il s'agit ici d'une productivité du travail. Comme le stock de capital a aussi été renouvelé sur la période, probablement surtout dans le secteur manufacturier, il est vraisemblable que les différences sont plus faibles si l'on considère la productivité totale. Mais ce biais est commun à la plupart des études, qui parviennent pourtant à des estimations plus basses.

Quoiqu'il en soit, l'effet Balassa apparaît ici particulièrement fort en Pologne. Un chiffre du même ordre (9,4 %) est aussi cité par Kovacs (2002) pour la période 1992-1998, lorsqu'il recense l'ensemble des études disponibles sur l'effet Balassa en Pologne.

Tableau 2

Différence d'inflation observée entre les secteurs et contribution des différences de productivité entre secteurs

	(moyenne annuelle, en %)					
	Pologne		Hongrie		République tchèque	
	1992-2000	1995-2000	1992-2000	1995-2000	1992-2000	1995-2000
Différence d'inflation observée entre les secteurs, déflateur de la valeur ajoutée	5,6	5,3	3,3	2,7	1,2	0,4
Contribution des différences de productivité entre secteurs – deuxième terme, équation (11) –	9,4	9,8	5,6	3,8	0,8	0,4

Source : Backé *et alii* (2002).

3.1.3. Une autre mesure par la différence des productivités

Égert *et alii* (2003) obtiennent une estimation beaucoup plus faible sur la même période (tableau 3). Selon leurs résultats, même dans les pays où l'augmentation de la productivité relative dans les biens échangeables a été très forte, comme la Pologne (5,5 % à 9 % selon la définition adoptée des biens non échangeables), l'impact sur les prix relatifs par rapport à l'Allemagne (donc le taux de change réel) reste modéré, entre 1,2 % et 2,4 % l'an.

Plusieurs facteurs expliquent la faible taille de cette estimation par rapport à la précédente. Premièrement, comme il s'agit ici d'une estimation de l'effet Balassa sur le taux de change réel externe, et non sur l'inflation interne, on doit retrancher à l'effet Balassa interne du PECO le même effet pour la zone euro. Égert *et alii* (2003) prennent l'Allemagne pour référence, où cet effet est estimé entre 0,4 % et 0,5 % par an sur la période considérée, 1995-2000. Cependant, ce facteur n'explique qu'une faible part de l'écart observé entre les deux estimations.

Deuxièmement, les auteurs considèrent que les prix dépendent uniquement de la productivité du travail, ce qui les conduit à utiliser la formulation suivante $\dot{p} = \dot{p}_T + (1-\gamma)(prod_T - prod_N)$, qui est analogue à l'équation (11), mais où la part du travail est la même dans les deux secteurs ($\alpha_N = \alpha_T$) et où la productivité du travail remplace la productivité totale. Cette formulation peut conduire à estimer un effet plus faible que la formule habituelle, où la part du travail, plus grande dans le secteur des services, majore l'impact du différentiel de productivité.

Troisièmement, les auteurs raisonnent en considérant les effets sur l'indice des prix à la consommation, contrairement aux auteurs précédents qui utilisaient les prix de la valeur ajoutée. Or la part des biens non échangeables dans l'indice des prix, reportée sur le tableau 3, est très faible pour les PECO, de l'ordre de 22 % à 32 % pour ceux retenus dans le tableau 3, soit moitié moins que leur part dans la valeur ajoutée (plus de 60 %). Ainsi, les différentiels de productivité entre les secteurs ne sont répercutés qu'à 20 % ou 30 % sur les prix à la consommation. Cependant, le fait d'utiliser la même pondération, basée sur les services, que l'agriculture soit incluse ou non dans les biens échangeables pour les gains de productivité, peut perturber l'interprétation des résultats. Plus fondamentalement, dans une optique de long terme, on peut penser que la part des services dans l'indice des prix devrait augmenter, pour rejoindre celle des pays de la zone euro, ce qui aurait pour effet mécanique d'augmenter l'effet Balassa.

Tableau 3
Différences de productivité entre les secteurs et impact sur les prix relatifs des PECO par rapport à l'Allemagne
 Période 1995-2000

(moyenne annuelle des taux de croissance et pondération en %)

	Différence de productivité entre les secteurs		Pondération des services dans l'indice des prix à la consommation	Impact sur les prix relatifs par rapport à l'Allemagne		
	Définition 1	Définition 2		Définition 1	Définition 2	
			Hypothèse 1		Hypothèse 2	
Rép. tchèque	2,5	1,4	32,7	0,2	- 0,1	0,0
Estonie	3,9	4,1	22,7	0,3	0,4	0,5
Hongrie	5,1	5,7	28,0	0,8	1,1	0,8
Pologne	5,5	9,0	31,9	1,2	2,4	1,7
Slovaquie	6,2	5,2	33,1	1,4	1,2	0,9
<i>Allemagne</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>45,2</i>	<i>0 (0,6*)</i>	<i>0 (0,5*)</i>	<i>0 (0,4*)</i>

NB : Les deux premières colonnes donnent les différences de productivité entre les secteurs des biens échangeables et non échangeables. Dans la définition 1, le secteur des biens échangeables est égal à l'industrie (hors construction) et l'agriculture. Dans la définition 2, l'agriculture est retirée des biens échangeables.

Les hypothèses 1 et 2 des dernières colonnes sont les suivantes :

– hypothèse 1 : les variations de productivité sont répercutées à 100 % sur le prix des biens non échangeables ;

– hypothèse 2 : elles ne le sont qu'à 70 % (cette hypothèse résulte d'une estimation économétrique lorsque les biens non échangeables incluent l'agriculture).

(*) Estimation de l'impact sur les prix intérieurs allemands

Source : Égert et alii, 2003.

3.2. Les méthodes économétriques

3.2.1. Comparaison internationale des niveaux de prix

Un certain nombre d'études cherchent à expliquer les différences de niveaux de prix entre les pays par l'effet Balassa (voir par exemple le *survey* de Edwards et Savastano, 1999). En effet, l'effet Balassa permet aussi d'expliquer les niveaux de prix plus faibles dans les pays émergents. Il suffit de transposer en niveau le mécanisme décrit plus haut, puisque les taux de change réels en niveau sont par définition égaux aux prix relatifs entre les pays. Dans les pays émergents, la productivité du secteur des biens échangeables est faible par rapport aux pays avancés. Comme les prix de ce secteur sont supposés soumis à la concurrence du commerce international, ceci explique les niveaux de salaires plus bas (en monnaie internationale) dans les pays peu avancés. Comme ces bas salaires s'imposent à l'ensemble de l'économie, dans le secteur des biens non échangeables la productivité comparativement moins faible entraîne un niveau de prix plus faible qu'à l'étranger. Ainsi, le niveau de prix de l'ensemble de l'économie, qui est la moyenne pondérée des deux secteurs, est plus bas dans les pays peu avancés. Il en découle une sous-évaluation systématique de leur taux de change réel par rapport aux taux de change de PPA en niveau (c'est-à-dire le taux de change égalisant les prix d'un panier de biens entre les pays).

Il suffit de transposer l'équation (10) en niveau pour s'en rendre compte, en prenant, pour simplifier, la même intensité capitaliste dans les deux secteurs et en posant l'hypothèse du prix unique sur les biens échangeables (ce qui fait disparaître le premier terme) :

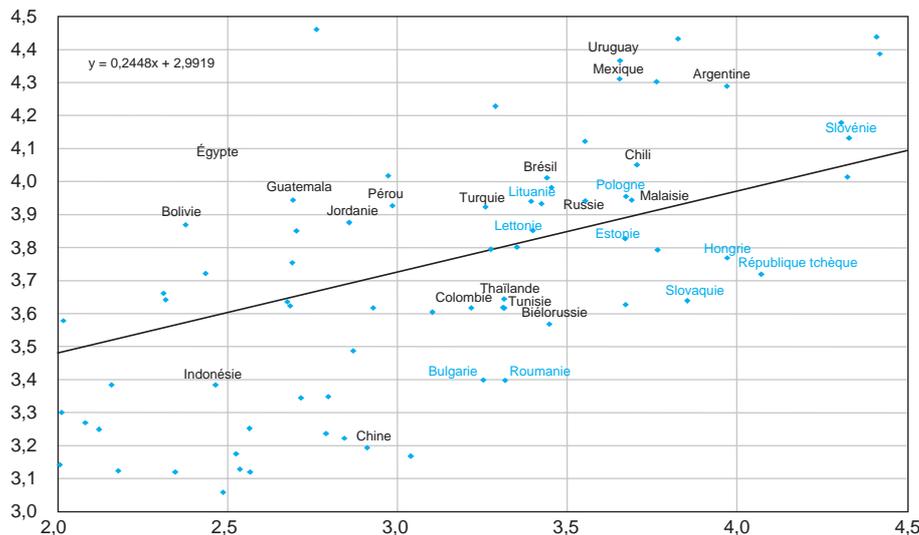
$$(10') \quad P - P^* = (1 - \gamma) \left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T} (\theta_T - \theta_T^*) - (\theta_N - \theta_N^*) \right) \approx (1 - \gamma) \left((\theta_T - \theta_N) - (\theta_T^* - \theta_N^*) \right)$$

Le niveau de productivité relative des biens échangeables, plus faible dans les pays émergents, $(\theta_T - \theta_N) < (\theta_T^* - \theta_N^*)$, implique des prix moyens plus bas dans ces pays, $P < P^*$, c'est-à-dire que le taux de change réel de ces pays est sous-évalué par rapport à la parité de pouvoir d'achat (PPA).

Pour tester cet effet, les niveaux de prix relatifs d'un ensemble de pays peuvent être régressés sur les PIB PPA par tête, qui servent d'approximation aux différences de productivité relatives entre les secteurs (voir par exemple Rogoff, 1996, De Broeck et Slok, 2001). Un exemple de ce type de régression est représenté sur le graphique 2. Il est extrait de l'étude de Coudert et Couharde (2002), qui porte sur un échantillon de cent vingt pays émergents pour une année donnée (ici l'année 2000). La pente de la droite indique l'appréciation du taux de change réel à attendre en moyenne d'une augmentation de 1 % du PIB relatif par tête : celle-ci peut être de 0,25 à 0,5 %, selon l'échantillon retenu dans les estimations, qu'il comporte ou non des pays avancés. Ainsi, en se basant sur ce type d'estimation et en comptant un rattrapage de 2 % l'an du PIB par tête des PECO, l'appréciation de leurs taux de change réels due à l'effet Balassa serait très faible, de l'ordre de 0,5 à 1 % l'an.

Graphique 2
Niveaux de prix relatifs et PIB par tête par rapport à l'Union européenne

(en logarithme)



Axe des abscisses : PIB PPA relatifs par tête

Axe des ordonnées : niveaux de prix relatifs

NB : Droite de régression : $\text{Log}(P - P^*) = 0,245 \text{Log}(PIB_i \text{ par tête}) + 2,9919$

Source : Coudert et Couharde (2002)

3.2.2. Régressions sur données de panel

La plupart des estimations portant sur les PECO utilisent des séries temporelles empilées sur plusieurs pays, car les séries sont trop courtes pour se prêter à des calculs économétriques fiables sur un seul. Par exemple, De Broek et Slok (2001) régressent le taux de change réel sur la différence de productivité entre les secteurs pour un ensemble de PECO ; les élasticités obtenues varient selon les spécifications entre 0,2 et 0,6, ce qui est proche des résultats obtenus par les estimations citées précédemment qui procèdent en coupe par pays. En effectuant une régression similaire sur données de panel, Coricelli et Jazbec (2001) trouvent une élasticité de 0,5 environ.

Étant donné le grand nombre d'études, il est impossible d'en rendre compte exhaustivement dans le cadre de cet article. Il est aussi particulièrement délicat de faire une synthèse des résultats. Breuss (2003) et Mihaljek et Klau (2003) ont tenté cet exercice en récapitulant dans un tableau les principales estimations récentes. Leur travail est partiellement repris dans le tableau 4. Les estimations économétriques moyennes se situent dans une fourchette de 0,4 % à 3,8 % l'an. Cependant, le tableau montre aussi que, en se référant aux mêmes documents, les deux études de synthèse fournissent parfois des estimations différentes.

Tableau 4

Estimations économétriques de l'effet Balassa, en % par an

Étude	Échantillon utilisé		Taille de l'effet Balassa estimé dans l'étude	
	Pays	Période	selon la synthèse de Breuss (2003)	selon la synthèse de Mihaljek et Klau (2003)
Pelksman <i>et alii</i> (2000)	10 PECO	1997-1999	3,8	–
De Broek et Slok (2001)	10 PECO	1993-1999	1,4-2,0	0,2-0,6 %
Halpern et Wyplosz (2001)	8 pays	1991-1999	2,0-2,2	3%
Coricelli et Jazbec (2001)	19 pays en transition	1990-1998	0,7-1,2 %	0,9-1,2 %
Fischer (2002)	10 PECO	1990-1998	1,9-2,6	0,7-2,2 %
Égert (2002)	5 PECO	1991-2001	0,5-1,8	–
Arratibel, Rodriguez-Palenzuela, Thimann (2002)	10 PECO	1995-2001	« insignifiant »	« insignifiant »
Begg <i>et alii</i> (2003)	9 pays	1991-1998	0,4-1,4	–

Sources : Breuss (2003), Mihaljek et Klau (2003)

Cependant, les résultats tirés de ces exercices de recensement sont difficilement utilisables. Au-delà des controverses sur l'économétrie, la méthode à employer pour estimer la taille de l'effet Balassa ne fait pas l'unanimité et cet aspect est rarement discuté. En effet, une fois que le coefficient de l'effet Balassa est estimé dans la régression, il faut ensuite le multiplier par la différence de productivité relative entre les secteurs et les pays (ou la variable l'approximant). C'est là que les méthodes divergent. En gros, trois méthodes sont employées implicitement : on prend la différence de productivité observée en moyenne sur la période d'estimation (comme Mihaljek et Klau, 2003) ; sur la dernière année (comme De Broek et Slok, 2001) ; ou encore on utilise une prévision (comme le font Coricelli et Jazbec, 2001, de manière très imprécise). Ces trois méthodes donnent des résultats très différents. Les divergences dans les sources secondaires qui recensent ces études proviennent sans doute de cette étape. Pour tenter d'homogénéiser les résultats, chacun applique une méthode, sans vraiment l'expliquer. Une difficulté supplémentaire tient au fait que les données utilisées varient considérablement d'une étude à l'autre. Ainsi, non seulement les coefficients estimés sont difficilement comparables, mais aussi il est impossible d'y appliquer ensuite des évolutions standard de productivité, car elles ne correspondent pas nécessairement aux chiffres utilisés dans l'estimation.

La plupart des études produites sur le sujet admettent l'existence d'un effet Balassa au sens large dans les PECO. En effet les indices habituels de l'effet Balassa peuvent être observés. Il y a eu, dans la plupart de ces pays, simultanément au cours de la dernière décennie une hausse des prix relatifs des services, une augmentation de la productivité relative dans le secteur des biens échangeables et une appréciation tendancielle du taux de change réel. Les opinions divergent cependant sur la nature même de cet effet, qui peut tenir aussi à d'autres raisons que celles proposées par Balassa, comme l'évolution de la demande, selon l'effet Baumol-Bowen, ou bien la sortie progressive des régimes de prix administrés. Les avis divergent aussi sur l'importance de l'effet. Celle-ci est souvent considérée comme modeste en moyenne sur l'ensemble des PECO dans les études économétriques récentes. Les chiffres s'échelonnent pourtant de 0,4 à 3,8 % selon les méthodes et l'échantillon utilisé. Certains chiffrages directs, qui utilisent une décomposition des prix relatifs des secteurs par pays, aboutissent à des niveaux beaucoup plus élevés, en particulier pour des pays, tels que la Pologne, où la croissance de la productivité a été très forte dans les biens échangeables.

Ainsi l'appréciation tendancielle des taux de change réels observée dans les PECO sur les dernières années provient pour partie d'un effet Balassa attendu dans les pays en rattrapage. Cette composante de l'appréciation réelle s'est matérialisée sans perte de compétitivité et donc sans risque pour l'équilibre extérieur. Cependant, si l'effet Balassa estimé explique une partie de l'appréciation réelle, d'autres facteurs sont en jeu, notamment les entrées de capitaux, encouragées par les différentiels d'intérêt positifs avec la zone euro et susceptibles d'exercer des pressions haussières à la fois sur le taux de change nominal et l'inflation interne.

Une autre question concerne la persistance de l'effet Balassa dans le futur. *A priori*, il faut s'attendre à ce que cet effet persiste pendant toute la période de rattrapage, qui devrait couvrir au moins la prochaine décennie, avant et après l'entrée dans la zone euro. Manifestement, la montée des prix relatifs des PECO par rapport à la zone euro, qui permet le rattrapage des niveaux de prix, devrait se poursuivre, même après l'adoption de l'euro, par un surcroît d'inflation dans ces pays. La taille de l'effet dépendra de la vitesse du rattrapage. Elle serait inchangée si les gains de productivité observés dans le secteur des biens échangeables continuent au même rythme, ce qui dépend notamment de la poursuite des investissements directs.

Bibliographie

- Alberola (E.) (2003) : « *Real convergence, external disequilibria and equilibrium exchange rates in EU ACs* », Banco de España, mimeo
- Arratibel (O.), Rodriguez-Palenzuela (D.) et Thimann (C.) (2002) : « *Inflation dynamics and dual inflation in accession countries : A 'new Keynesian' perspective* », ECB Working Paper, n° 132
- Backé (P.), Fidrmuc (J.), Reininbger (T.) et Schardax (F.) (2002) : « *Price dynamics in Central and Eastern European EU accession countries* », Oesterreichische Nationalbank Working Paper 61
- Balassa (B.) (1964) : « *The purchasing power parity: a reappraisal* », Journal of Political Economy, vol 72, issue 6, p. 584-596
- Begg (D.), Eichengreen (B.), Halpern (L.), Van Hagen (J.) et Wyplosz (C.), (2003) : « *Sustainable regimes of capital movements in accession countries* », CEPR Policy Paper, n° 10
- Breuss (F.) (2003) : « *Balassa-Samuelson effect in the CEEC: Are they obstacles for joining the EMU?* », IEF Working Paper, n° 52
- Coricelli (F.) et Jazbec (B.) (2001) : « *Real exchange rate dynamics in transition economies* », CEPR Discussion Paper 2869
- Coudert (V.) et Couharde (C.) (2002) : « *Exchange rate regimes and sustainable parities for CEECs in the run-up to EMU membership* », Document de travail CEPPII, n° 02-15
- De Broeck (M.) et Slok (T.) (2001) : « *Interpreting real exchange rates movements in transition countries* », IMF WP 01/56
- De Gregorio (J.), Giovannini (A.) et Wolf (H.) (1994) : « *International evidence on tradables and non tradables inflation* », European Economic Review 38, p. 1225-1244
- Dietz (R.) (1999) : « *Exchange rate and relative prices in Central and Eastern European countries: A systems and transactions cost approach* », WIIW Research Report, n° 254
- Edwards (S.) et Savastano (M.) (1999) : « *Exchange rates in emerging countries: What do we know? What do we need to know?* », NBER Working Paper, WP 7228, juillet 1999
- Égert (B.) (2002) : « *Investigating the Balassa-Samuelson hypothesis in transition: Do we understand what we see?* » A panel study, Economics of Transition, 10, p. 273-309

Égert (B.), Drine (I.), Lommatzsch (K.) et Rault (C.) (2003) : « *The Balassa-Samuelson effect in Central and Eastern Europe: Myth or reality?* », *Journal of Comparative Economics* 31, p. 552-572, n° 48.3

Égert (B.) et Lahreche (A.) (2003) : « *Estimating the fundamental equilibrium exchange rate of Central and Eastern European countries, the EMU enlargement perspective* », Document de travail CEPII 2003/5

Fischer (C.) (2002) : « *Real currency appreciation in accession countries: Balassa-Samuelson and investment demand* », Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 19/02

Halpern (L.) et Wyplosz (C.) (1997) : « *Equilibrium exchange rates in transition economies* », *IMF Staff Papers*, 44 (4.), p. 430-461

Halpern (L.) et Wyplosz (C.) (2001) : « *Economic transformation and the real exchange rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson connection* », *Economic Survey of Europe* n° 1, United Nations Economic Commission for Europe

Kovacs (M. A.) (2002) : « *On the estimated size of the Balassa effect in five Central and Eastern Europe countries* », National Bank of Hungary, Working Paper 2002/5

Krajnyak (K.) et Zettelmeyer (J.) (1998) : « *Competitiveness in transition economies: What scope for real appreciation?* » *IMF Staff Paper*, vol. 45, n° 2, p. 309-362

MacDonald (R.) et Wojcik (C.) (2002) : « *Catching up: The role of demand, supply and regulated price effects on real exchange rates of four accession countries* », Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition 2002-2

Mihaljek (D.) et Klau (M.) (2003) : « *The Balassa-Samuelson effect in Central Europe: a disaggregated analysis* », *BIS WP*, n° 143

Montiel (P.) (1999) : « *The long run equilibrium real exchange rate: Conceptual issues and empirical research* », « *Exchange rate misalignments* », Hinkle (L.) et Montiel (P.), Oxford University Press, 1999

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (1996) : « *Foundations of international macroeconomics* », MIT Press

Pelksmans (J.), Gros (D.) et Nunez Ferrer (J.) (2000) : « *Long run economic aspects of the European Union's enlargement* », Scientific Council for Government Policy, WP, n° 109

Rogoff (K.) (1996) : « *The purchasing parity puzzle* », *Journal of Economic Literature*, vol XXXIV, June

Rother (P.) (2000) : « *The impact of productivity differentials and the real exchange rate: an estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia* », *IMF Staff Country Report* 00/56

Samuelson (P.) (1964) : « *Theoretical notes on trade problems* », *The Review of Economic and Statistics*, vol 46, n° 2

Annexe

Détermination de l'effet Balassa

On suppose que les fonctions de production des deux secteurs sont de type Cobb-Douglas, comme par exemple, De Gregorio *et alii* (1994) ou Obstfeld et Rogoff, (1996) :

$$(A1) \quad Y_T = \theta_T L^{\alpha_T} K^{1-\alpha_T}$$

$$(A2) \quad Y_N = \theta_N L^{\alpha_N} K^{1-\alpha_N}$$

où Y désigne la production, L le travail et K le capital. Les paramètres α représentent la part du travail dans la valeur ajoutée des secteurs. θ représente la productivité totale des facteurs.

En concurrence parfaite, les prix sont fixés au coût marginal, le taux marginal de substitution entre les facteurs étant égal à W/r .

$$(A3) \quad P_T = \theta_T^{-1} W^{\alpha_T} r^{1-\alpha_T} \alpha_T^{-\alpha_T} (1-\alpha_T)^{-(1-\alpha_T)}$$

$$(A4) \quad P_N = \theta_N^{-1} W^{\alpha_N} r^{1-\alpha_N} \alpha_N^{-\alpha_N} (1-\alpha_N)^{-(1-\alpha_N)}$$

où W est le taux de salaire, r le taux de rendement du capital, les deux étant communs aux deux secteurs. On suppose qu'il y a une mobilité internationale parfaite du capital ($i = i^* + \dot{E}^a$) et qu'il y a parité des pouvoirs d'achat sur le secteur des biens échangeables $P_T/E = P_T^*$ ou en évolution, $\dot{E} = \dot{P}_T - \dot{P}_T^*$, si bien que les rendements réels s'égalisent entre les pays : $r = i - \dot{P}_T = r^* = i^* - \dot{P}_T^*$. Ainsi, le taux de rendement du capital r est exogène et fixé par l'extérieur. En différenciant en logarithme les équations (A3) et (A4), on obtient donc :

$$(A5) \quad \dot{P}_T = -\dot{\theta}_T + \alpha_T \dot{W}$$

$$(A6) \quad \dot{P}_N = -\dot{\theta}_N + \alpha_N \dot{W}$$

où $\dot{\theta}_i$ représente la croissance de la productivité totale des facteurs ; et \dot{w} le taux de croissance des salaires. En prenant le prix des biens échangeables comme numéraire, $P_T = 1$, l'équation (A5) permet de déterminer le taux de salaire W ou son évolution.

$$(A7) \quad \dot{W} = \frac{\dot{\theta}_T}{\alpha_T}$$

Le taux de croissance du prix relatif des biens non échangeables, noté \dot{P}_r , est obtenu en soustrayant (A6) de (A5) et en tenant compte de (A7) :

$$(A8) \quad \dot{P}_r = \frac{\alpha_N}{\alpha_T} \dot{\theta}_T - \dot{\theta}_N$$

L'indice général des prix, P , obtenu en prenant les biens échangeables pour numéraire, est donné par $P = (1)^\gamma P_r^{1-\gamma}$

$$(A9) \quad \dot{P} = (1-\gamma)\dot{P}_r = (1-\gamma)\left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T}(\dot{\theta}_T - \dot{\theta}_N)\right)$$

En supposant maintenant que toutes les relations sont valables pour le pays étranger, on peut aussi exprimer le niveau de prix étranger P^* , en termes de biens échangeables, donc en unité commune, puisque le bien échangeable a le même prix dans les deux pays : $\dot{P}^* = (1)^\gamma P^{*1-\gamma}$, (en supposant pour simplifier que la part du secteur des biens échangeables dans la demande, γ , est la même dans les deux pays). On en déduit l'évolution du taux de change réel entre les deux pays, qui est le rapport des prix nationaux aux prix étrangers :

$$(A10) \quad \dot{P} - \dot{P}^* = (1-\gamma)\left(\frac{\alpha_N}{\alpha_T}(\dot{\theta}_T - \dot{\theta}_{T^*}) - (\dot{\theta}_N - \dot{\theta}_{N^*})\right)$$

Ainsi l'évolution du taux de change réel dépend des différences relatives de productivité des biens échangeables et non échangeables entre les deux pays. Dans le cas où l'économie domestique est en rattrapage et le pays étranger un pays développé, on devrait avoir un plus fort gain de productivité relatif dans le secteur des biens échangeables, et donc une appréciation du taux de change réel.

Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne

Le 1^{er} mai 2004, dix pays d'Europe centrale, orientale et méridionale¹ vont entrer dans l'Union européenne (UE). Même si les situations diffèrent fortement d'un pays à l'autre, nombre d'entre eux abordent cette nouvelle période avec des déséquilibres macroéconomiques importants.

En particulier, leur déficit courant représente globalement plus de 4 % de leur PIB cumulé en 2002 et atteint des niveaux beaucoup plus élevés dans plusieurs d'entre eux. La dégradation de ce solde justifie une attention toute particulière ; elle requiert, notamment, une analyse attentive des causes de cette évolution ainsi que de sa soutenabilité. Un tel développement est certes, pour partie, le simple reflet du processus de rattrapage en cours et de l'attractivité des pays adhérents pour les investisseurs étrangers. Mais il révèle aussi parfois des déséquilibres préoccupants, notamment une épargne faiblissante qui ne parvient plus à financer des investissements, privés et publics, pourtant en recul. Ce déficit pourrait également signaler une perte de compétitivité, évolution qui serait préoccupante pour les perspectives de rééquilibrage du commerce extérieur.

Dans un tel contexte, l'analyse de la soutenabilité du déficit courant, c'est-à-dire de la capacité des pays à attirer durablement les financements extérieurs suffisants, est cruciale. À cet égard, deux facteurs de vulnérabilité doivent être particulièrement analysés : d'une part, les conséquences d'un processus cumulatif d'endettement extérieur et, d'autre part, les perspectives de maintien des investissements directs étrangers. De plus, dans la plupart des pays adhérents, on constate la persistance, et même le creusement, de « déficits jumeaux », c'est-à-dire l'existence concomitante d'un déficit budgétaire et d'un déficit du compte de transactions courantes.

Cet article s'attache à présenter la situation financière extérieure actuelle des pays adhérents, à analyser les causes des déséquilibres observés, ainsi qu'à identifier les sources potentielles de vulnérabilité à moyen terme.

Dominique NIVAT
Direction de la Balance des paiements
Laurent PAUL
Direction des Études économiques et de la Recherche
Jean-Patrick YANITCH
Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes

¹ Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie, République tchèque

1. Une situation financière extérieure souvent délicate

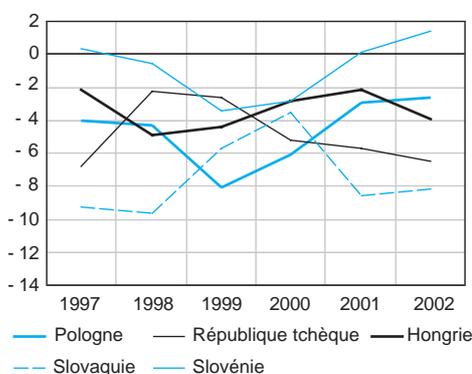
1.1. Une forte composante structurelle des déficits courants

Depuis le début de la transition en Europe centrale et orientale², tous les pays adhérents, à l'exception de la Slovaquie, présentent des soldes courants de balance des paiements chroniquement déficitaires. Cette situation tient, dans une large mesure, à la croissance de la demande interne et au passage en quelques années d'un système d'échanges administrés à un système plus souple dans lequel les droits de douane ont été fortement réduits. Ces facteurs ont entraîné une forte croissance des importations. Mais l'inadaptation des industries locales à la demande externe, la faible productivité du travail et la moindre utilisation des techniques de vente en vigueur sur les marchés occidentaux sont également des facteurs qui expliquent le déséquilibre des échanges. En s'appuyant sur des modèles de gravité, Aussiloux et Pajot (2003) montrent que les échanges des pays d'Europe centrale et orientale avec l'UE, bien qu'en développement rapide depuis dix ans, demeurent largement inférieurs à leur potentiel, en particulier à l'exportation. Selon eux, les importations des PECO en provenance de l'UE et la pénétration des marchandises produites dans les PECO sur les marchés d'Europe de l'Ouest sont ainsi respectivement inférieures de moitié et presque trois fois inférieure à ce que l'on pourrait attendre compte tenu de leur niveau de développement relatif, de leur proximité géographique avec l'UE et de l'absence presque totale de barrières aux échanges.

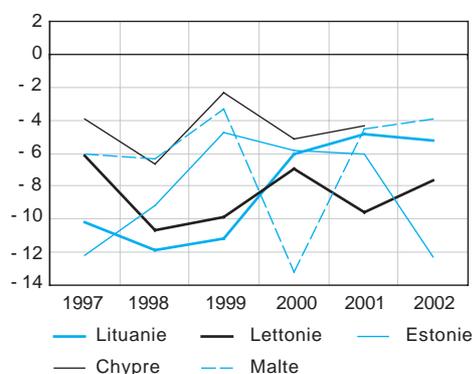
À cette composante structurelle du déficit courant s'est ajoutée une dimension conjoncturelle en 2002 qui s'est amplifiée en 2003, selon les prévisions des organismes internationaux. En effet, les cycles économiques des pays adhérents et des membres de l'UE ont divergé en 2002, les premiers, hormis la Pologne, conservant une demande intérieure robuste, stimulée dans certains cas par des politiques budgétaires et monétaires expansives, alors que la croissance des seconds s'est fortement ralentie, pesant sur les exportations des pays d'Europe centrale et orientale pour lesquels ils constituent le principal débouché (l'UE à quinze représente environ les deux tiers des exportations des adhérents).

Pays adhérents – Solde des transactions courantes

(en % du PIB)



(en % du PIB)



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (IFS), banques centrales nationales

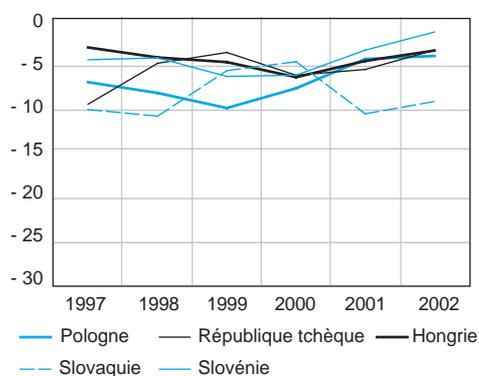
² Le raisonnement s'applique également, quoique pour des raisons en partie différentes, à Malte et à Chypre.

Le déficit courant de l'ensemble des pays adhérents s'est ainsi accru de 0,3 point de PIB en 2002 (0,8 point, hors Pologne), s'établissant à plus de 4 % de leur PIB cumulé (5,2 %, hors Pologne). Dans six pays (Chypre – 5,3 % du PIB, Estonie – 12,4 %, Lettonie – 7,7 %, Lituanie – 5,2 %, Slovaquie – 8,2 % et République tchèque – 6,5 %), le déficit courant a même dépassé 5 % du PIB, taux à partir duquel, selon une étude du *Federal Reserve System* américain (cf. Freund, 2000), semblent se déclencher des mécanismes d'ajustement passant par une hausse des taux d'intérêt et une dépréciation du taux de change réel, un déclin de l'investissement et un ralentissement de la demande intérieure.

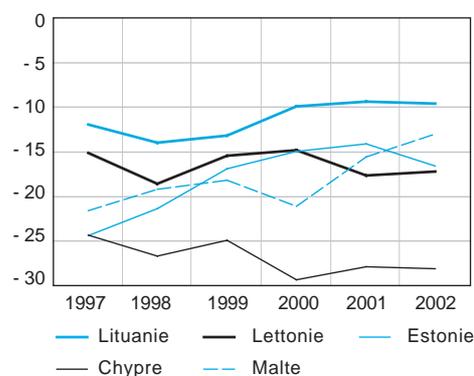
À l'exception de la Hongrie et de la République tchèque, les déficits courants des pays adhérents tiennent au déséquilibre des échanges de marchandises, parfois extrêmement prononcé. En 2002, celui-ci a ainsi atteint près de 10 % du PIB en Lituanie et en Slovaquie, plus de 15 % en Estonie et en Lettonie et presque 30 % du PIB dans le cas de Chypre. De manière générale, cependant, le déficit commercial rapporté au PIB a nettement diminué depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, malgré l'essor des importations, et le taux de couverture des échanges³ s'est redressé, témoignant de la croissance soutenue des exportations. Il y a toutefois deux pays dont les échanges de biens demeurent structurellement très déséquilibrés et pour lesquels on ne décèle aucune tendance au redressement : la Lettonie, dont le taux de couverture de 0,64 a baissé de cinq points depuis le milieu de la dernière décennie et surtout Chypre, qui importe des marchandises pour une valeur environ cinq fois supérieure à celle des exportations, le taux de couverture s'étant dégradé de quinze points depuis 1997. S'agissant de la République tchèque, les investissements directs, qui ont contribué au financement du déficit courant et sont largement à l'origine du rééquilibrage des échanges commerciaux, commencent à peser sur le solde courant *via* les bénéfices réalisés par les filiales de multinationales étrangères : les revenus sont désormais le principal poste déficitaire du compte de transactions courantes, avec un déficit supérieur à cinq points de PIB.

Pays adhérents – Solde des échanges de biens

(en % du PIB)



(en % du PIB)



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (IFS), banques centrales nationales

³ Le taux de couverture est défini ici comme le rapport des exportations aux importations de biens inscrites en balance des paiements.

1.2. Un financement largement assuré par les investissements directs étrangers...

Si les déficits courants des pays adhérents peuvent être un motif d'inquiétude légitime, il convient, pour apprécier la contrainte économique et les risques de déstabilisation externe qui leur sont associés, de s'interroger sur la nature, le degré de volatilité et le caractère réversible des flux de capitaux enregistrés en contrepartie. On considère généralement que les investissements directs étrangers (IDE), y compris ceux liés à des opérations de privatisation ou de fusion-acquisition, présentent de nombreux avantages pour la stabilité macroéconomique d'un pays, en dépit de certaines réserves importantes abordées plus loin. En premier lieu, ils constituent une source de financement sécurisée, apportant aux pays bénéficiaires des capitaux stables. En effet, ils peuvent difficilement quitter leur pays d'accueil, même en cas de crise profonde et prolongée (cf. l'exemple de l'Argentine). En second lieu, ils sont un facteur de croissance, dans la mesure où ils conduisent à des transferts de technologie et stimulent la concurrence et l'innovation dans les pays d'accueil (OCDE, 2003). Or, les données issues des balances des paiements des pays adhérents d'Europe centrale et orientale montrent que ces derniers ont globalement reçu, depuis 1997, des investissements directs nets couvrant entre 65 % et 125 % de leur besoin de financement. Si l'on y ajoute les financements nets reçus de l'extérieur sous forme d'investissements de portefeuille, le taux de couverture du besoin de financement n'est jamais descendu en dessous de 80 % en termes annuels au cours des six dernières années.

La situation des différents pays au regard des besoins et des modes de financement externes n'est pas homogène, mais reste fondamentalement saine dans la plupart des cas. Parmi les pays qui n'ont pas connu de difficultés de financement sur les dernières années, on trouve la Slovaquie, au solde courant excédentaire en 2001 et 2002, la République tchèque, dont le déficit courant est couvert à plus de 150 % par les investissements directs nets en provenance de l'étranger depuis 1998, la Slovaquie et la Lituanie, qui ont reçu des investissements directs et de portefeuille nets compensant la quasi-totalité de leur déficit courant au cours des quatre dernières années. Même en Pologne et en Hongrie, où les investissements directs ont fortement décliné en 2002, le taux de couverture du déficit courant par les investissements directs et de portefeuille nets est resté supérieur à, respectivement, 110 % et 90 %. Seules l'Estonie, dont le déficit courant s'est brutalement creusé en 2002 sans financement externe correspondant, et surtout la Lettonie, qui n'est jamais parvenue depuis 1997 à attirer des capitaux extérieurs stables à la hauteur de son déficit courant, connaissent véritablement des difficultés de financement.

Composition et financement des déficits courants des dix pays adhérents en 2002

(en % du PIB, évolution en points de PIB)

	Compte de transactions courantes	Balance commerciale FAB-FAB	Investissements directs nets reçus	Évolution de la dette extérieure depuis 1997
Chypre	- 5,3	- 28,1	23,0	6,2
Estonie	- 12,4	- 16,8	2,5	8,6
Hongrie	- 4,0	- 3,2	0,9	8,0
Lettonie	- 7,7	- 17,2	4,5	39,6
Lituanie	- 5,2	- 9,5	4,9	11,1
Malte	- 3,9	- 13,0	- 11,0 (a)	nd
Pologne	- 2,6	- 3,8	2,1	9,5
Slovaquie	- 8,2	- 9,0	16,9 (b)	9,4
Slovénie	1,4	- 1,1	8,0	22,3
République tchèque	- 6,5	- 3,2	13,0	- 3,0

(a) Ce ratio, tout à fait exceptionnel, tient à un important désinvestissement étranger ; en 2000 et 2001, les investissements directs se montaient à, respectivement, 16 % et 7 % du PIB

(b) En 2003, les IDE n'auraient pas dépassé 3 % du PIB en Slovaquie

Source : Eurostat, Commission européenne, banques centrales nationales

1.3. ... ce qui relativise le risque associé au déséquilibre de la position extérieure

Une première approche du risque externe est fournie par la position extérieure⁴. Dans certains pays, celle-ci apparaît fortement déséquilibrée : Estonie (– 68 % du PIB à fin 2002), Hongrie (– 63 % du PIB), Lettonie (– 48 % du PIB). Son solde débiteur s'élevait, pour l'ensemble des pays concernés, à 37 % de leur PIB cumulé à fin 2002. Les stocks d'IDE constituent, toutefois, la majeure partie des engagements externes. Hors solde des investissements directs, la position extérieure nette des pays adhérents était ainsi relativement proche de l'équilibre à la fin de l'année 2002 (– 4 % du PIB, soit un solde débiteur inférieur à 20 milliards d'euros).

Une analyse de la maturité moyenne des engagements extérieurs et un chiffrage des ressources disponibles pour faire face à un éventuel défaut de financement, essentiellement les réserves nettes de change, sont également nécessaires pour apprécier le risque d'insolvabilité d'un pays.

On manque d'éléments précis sur la maturité moyenne de la dette extérieure globale des pays adhérents, mais on sait⁵ que celle-ci s'accroît pour la plupart des pays, ce qui constitue un point favorable, permettant de limiter le risque de crise. S'agissant des ressources rapidement mobilisables, la situation diffère selon les pays mais, dans l'ensemble, les pays adhérents en disposent en abondance. À la fin de l'année 2002, leur stock d'avoirs de réserve représentait ainsi 27 % du total de leurs engagements extérieurs et près de 50 % de leurs engagements extérieurs hors investissements directs.

⁴ La position extérieure d'un pays comprend, à l'actif, l'ensemble des avoirs financiers extérieurs détenus par les résidents de ce pays, y compris l'or monétaire, et, au passif, l'ensemble des engagements financiers des résidents vis-à-vis des non-résidents. La position nette correspond à la différence entre les avoirs et les engagements. Les engagements de la position extérieure, qui incluent notamment les instruments financiers dérivés, les actions et autres titres de propriété détenus par les non-résidents, ainsi que les bénéfices réinvestis par des filiales d'entreprises étrangères, constituent un agrégat plus large que la dette extérieure définie ci-après.

⁵ Il s'agit, en particulier, de la dette des administrations publiques, qui représente la majeure partie de la dette extérieure.

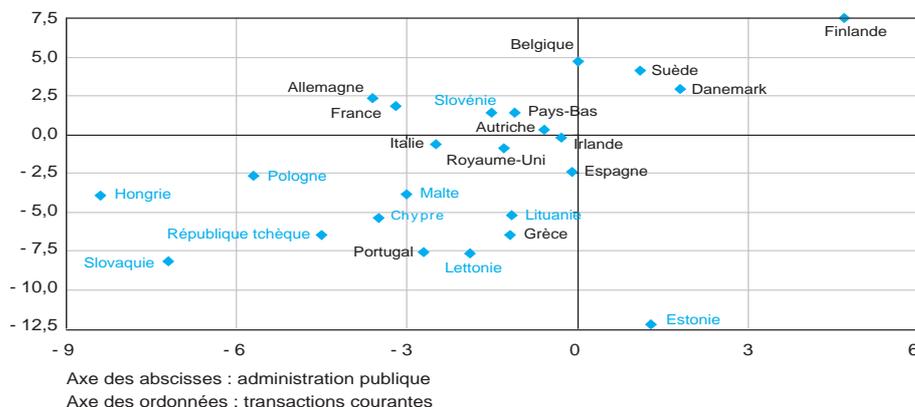
2. La réduction des sources de financement internes, facteur d'aggravation des déséquilibres extérieurs

2.1. Des déficits jumeaux persistants

Même si les situations diffèrent fortement d'un pays adhérent à l'autre, la situation extérieure et budgétaire de la plupart d'entre eux est marquée par la persistance et même le creusement de « déficits jumeaux », c'est-à-dire l'existence concomitante d'un déficit budgétaire et d'un déficit du compte courant. Ainsi, à l'exception de l'Estonie et de la Slovaquie, tous les pays adhérents enregistrent des déficits jumeaux. La Hongrie, la Slovaquie et la République tchèque, notamment, ont des déficits jumeaux particulièrement élevés. Parmi les quinze membres actuels de l'Union, seuls quatre pays, la Grèce, l'Italie, le Portugal et le Royaume-Uni (dont trois sont membres de l'Union monétaire), se trouvent dans la même situation, mais à des niveaux de déficit budgétaire et courant le plus souvent inférieurs (cf. graphique ci-après).

Soldes des administrations publiques et des transactions courantes en 2002

(en % du PIB)



Sources :

- pour les transactions courantes : FMI (IFS), OCDE (Perspectives économiques), banques centrales nationales
- pour le solde financier des administrations publiques : FMI (IFS), OCDE (PE)

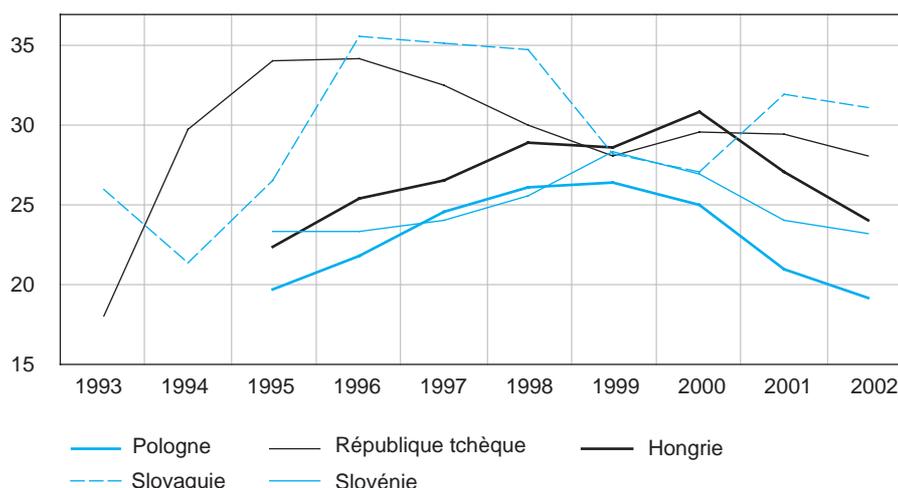
L'existence de déficits jumeaux dans la plupart des pays adhérents et leur accroissement simultané en 2002 peuvent laisser penser qu'ils sont assez fortement corrélés. De fait, toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation des déficits publics réduit le taux d'épargne de la Nation et provoque un creusement du déficit courant. Un examen systématique portant sur l'ensemble des pays adhérents et sur plusieurs années montre toutefois que la relation entre l'évolution des déficits publics et celle des déficits externes n'est pas immédiate.

2.2. Une épargne nationale insuffisante

Un déficit courant reflète le déséquilibre entre l'épargne nationale et l'investissement national. Il peut donc être dû, selon les pays et les périodes, soit à une épargne insuffisante, soit à des besoins d'investissement importants. Ces deux facteurs de déséquilibre n'ont cependant pas les mêmes conséquences en termes de soutenabilité. Un taux d'investissement élevé dans un pays émergent accroît les capacités productives de la Nation et contribue au rétablissement futur du solde courant, en particulier s'il concerne les secteurs exportateurs. En revanche, un déficit courant résultant d'un défaut structurel d'épargne, c'est-à-dire d'une forte propension, publique ou privée, à consommer dans une phase de rattrapage économique, n'a aucune raison de se résorber spontanément à brève échéance. C'est l'une des raisons qui militent, au demeurant, pour que ces pays préservent une certaine flexibilité de leur taux de change.

Pays adhérents – Taux d'investissement

(en % du PIB)



Un aspect un peu préoccupant, à cet égard, des évolutions économiques dans les principaux pays adhérents est que le taux d'investissement⁶ cumulé, qui avait graduellement augmenté des premières années de la transition à 1998, a reculé ensuite de plus de cinq points, pour revenir en 2002 à un niveau inférieur à celui du début de période. Par rapport à 1998, la baisse du taux d'investissement a atteint sept points en Pologne, cinq points en Hongrie, deux points et demi en Slovaquie et en Slovénie et deux points en République tchèque. Si certains pays, tels la Slovaquie et la République tchèque, mais aussi, parmi les « petits » adhérents, l'Estonie et la Lettonie, conservent des taux d'investissement élevés de nature à leur permettre de mettre à niveau leurs infrastructures et de moderniser leur appareil productif, pour les autres pays, les évolutions récentes rapprochent leur taux

⁶ Défini comme la somme de la formation brute de capital fixe (FBCF) et des variations de stocks rapportée au PIB

d'investissement de celui des pays appartenant déjà à l'Union, dont le niveau d'équipements publics et le coefficient de capital sont pourtant beaucoup plus élevés. Dans le cas de la Pologne, le taux d'investissement se situe même en deçà du taux de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal au moment de leur adhésion à l'UE.

Taux d'épargne et d'investissement comparés : zone euro et pays adhérents en 2002

(taux en % du PIB, besoin/capacité de financement en points de PIB)

	Taux d'épargne	Taux d'investissement	dont FBCF publique/PIB (a)	Besoin (-) ou capacité (+) de financement de la Nation
Zone euro	21,2	20,2	2,4	1,0
Pologne	16,5	19,2	2,6	- 2,6
République tchèque	21,7	28,1	5,0	- 6,5
Hongrie	20,1	24,0	5,1	- 4,0
Slovaquie	23,0	31,2	2,7	- 8,2
Slovénie	24,6	23,2	2,5	1,4
5 principaux adhérents	19,0	22,7	3,5	- 3,7

(a) Année 2001 pour les pays adhérents et année 2002 pour la zone euro

Source : FMI (IFS), OCDE

Le recul des taux d'investissement découle pour partie de la baisse récente de l'investissement public résultant des difficultés budgétaires, d'arbitrages défavorables au sein des dépenses et de la réduction de la taille du secteur public. Il reflète également le faible dynamisme de l'investissement privé. Bien que le passage à l'économie de marché remonte à plus de dix ans, les entreprises privées locales continuent de rencontrer de fortes contraintes de financement : l'étroitesse de leurs marges pèse sur leurs capacités d'autofinancement, alors qu'elles n'ont encore qu'un accès limité au crédit bancaire. Le volume de l'investissement reste donc très dépendant soit de l'intervention publique, soit de l'injection de capitaux étrangers, *via*, notamment, les investissements directs des entreprises multinationales⁷.

S'agissant de l'épargne, les variations sont moins accusées, mais le taux, traditionnellement élevé dans les pays d'Europe centrale et orientale avant la transition, baisse tendanciellement depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. La confrontation avec l'évolution des finances publiques montre que, en dépit de la réduction des investissements publics, nombreux sont les pays adhérents qui se trouvent dans une configuration de « déficits jumeaux » croissants par insuffisance d'épargne. Une telle situation, si elle devait perdurer ou, *a fortiori*, s'aggraver, pourrait évidemment être lourde de conséquences, dans la mesure où elle conduirait à un repli des investissements, pourtant déjà insuffisamment dynamiques, et donc à un retard du processus de rattrapage préalable à l'entrée en Union monétaire.

Une étude menée en 2002 par la CDC-Ixis⁸ sur vingt-quatre épisodes passés de réduction du déficit courant confirme que, dans la plupart des cas, le rééquilibrage du compte de transactions courantes est obtenu au moyen d'une baisse du taux

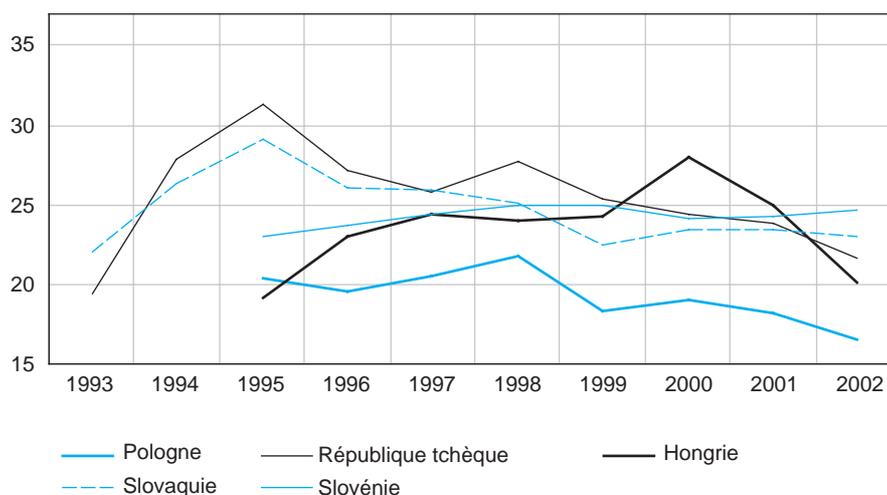
⁷ Rappelons que l'investissement direct tel qu'on l'enregistre en balance des paiements est une opération financière qui peut prendre plusieurs modalités : rachat, prise de contrôle et prise de participation au capital de sociétés existantes, réinvestissement de bénéfice, prêt ou avance entre sociétés affiliées. Une partie seulement des IDE donne lieu *in fine* à une augmentation de la FBCF.

⁸ Cf. références en bibliographie

d'investissement combinée à une dépréciation du change ainsi qu'à une hausse du taux d'intérêt réel. La compensation du déficit extérieur par une remontée de l'épargne nationale est une évolution rarement observée. Le risque récessif du scénario, pourtant courant, de baisse de l'investissement souligne l'importance du maintien des financements extérieurs pour la croissance des pays adhérents.

Pays adhérents – Taux d'épargne

(en % du PIB)



3. Plusieurs facteurs de vulnérabilité à moyen terme

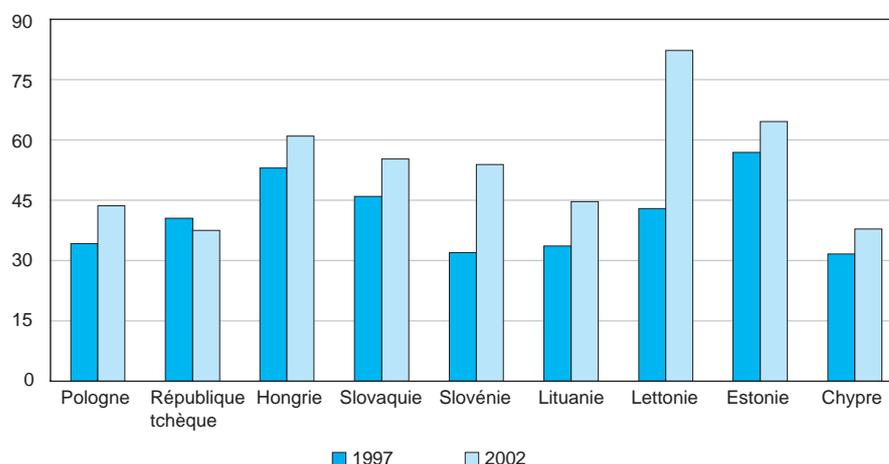
3.1. Une croissance rapide de la dette extérieure brute

La succession de déficits courants depuis le début de la dernière décennie a conduit à une augmentation de la dette extérieure⁹ des pays adhérents. Rapportée au PIB, celle-ci approchait 50 % du PIB à fin 2002, en hausse de quelque huit points sur les cinq dernières années. Dans certains pays, la dette extérieure brute atteint des niveaux préoccupants : Hongrie (61 % du PIB à fin 2002), Lettonie et Estonie (respectivement, 82 % et 66 %). Dans les mêmes pays ou dans d'autres, elle semble en outre sur une trajectoire difficilement soutenable à moyen terme : ainsi en Lettonie (+ 39 points de PIB en cinq ans), en Slovénie (+ 22 points depuis 1997) et, dans une moindre mesure, en Lituanie (+ 11 points depuis 1997).

⁹ Selon la définition qu'en donne le FMI dans le manuel *External Debt Statistics : Guide For Compilers and Users* (juin 2003), la dette extérieure d'un pays correspond à l'ensemble des engagements fermes contractés par des résidents vis-à-vis des non-résidents et dont le principal et/ou les intérêts sont exigibles immédiatement ou à une date ultérieure.

Dettes extérieures brutes

(en % du PIB)



Sources : banques centrales nationales

3.2. Une structure de la dette extérieure qui accroît l'exposition au risque de change

Indicateurs de vulnérabilité extérieure des dix pays adhérents en 2002

(dette en % du PIB, réserves en devises/dette extérieure en %)

Pays	Dettes extérieures brutes	Dettes extérieures à court terme	Dettes extérieures publiques brutes	Réserves en devises/dette extérieure
Chypre	38	5	13,2	73
Estonie	66	36	3,1	24
Hongrie	61	nd	26	26
Lettonie	83	50	11,4	19
Lituanie	45	22	17	39
Malte	34	nd	1,9 (a)	14 (a)
Pologne	44	7	18,9	36
Slovaquie	56	18	15,6	70
Slovénie	54	16	15,3	59
République tchèque	38	19	1,1	90

(a) 2000

nd : non disponible

Sources : FMI, IFS, octobre 2003, Eurosysteme, BERD, Transition Report 2003, BCE, Bulletin mensuel, juin 2003, banques centrales nationales

Peu de pays étant parvenus à convaincre les investisseurs étrangers d'effectuer des prêts ou de souscrire en quantité significative des titres libellés en monnaie nationale, la dette extérieure des pays adhérents est principalement libellée en devises, encore majoritairement en dollars même si, depuis quelques années, l'euro se substitue graduellement à ce dernier.

Une telle structure de l'endettement pourrait éventuellement affecter le risque de crédit du système bancaire (près des deux tiers des dépôts nationaux sont en devises

étrangères en Lettonie et en Lituanie, principalement en dollars), alors que les autorités poursuivent le plus souvent un régime de change arrimé à l'euro. Ensuite, le système bancaire est confronté à un important « *currency mismatch* » : une part importante des dépôts des résidents est libellée en devises étrangères, alors que les crédits internes sont libellés en monnaie nationale. Une forte dépréciation du taux de change pourrait donc affecter la solvabilité du système bancaire. L'évaluation du degré d'exposition des systèmes bancaires des pays adhérents nécessiterait, cependant, une analyse plus approfondie de leur activité de couverture du risque de change (et de leur utilisation des produits dérivés, en particulier).

Régime de change, structure du commerce extérieur et exposition au risque de change des dix pays adhérents en 2002

(taux en % du PIB, part en % du total des exportations)

	Régime de change en vigueur	Taux d'ouverture (a)	Part du commerce avec la zone euro
Chypre	Bandes de fluctuation par rapport à l'euro de +/- 15 %	55	nd
Estonie	<i>Currency Board</i> en euro (depuis juillet 1992)	89	44
Hongrie	Bandes de fluctuation par rapport à l'euro de +/- 15 % <i>Changement de parité le 4.06.2003</i>	66	57
Lettonie	Parité fixe vis-à-vis du DTS (dont 29 % d'euro)	51	30,6
Lituanie	<i>Currency Board</i> (uniquement en euro depuis février 2002)	57	30,8
Malte	Parité fixe par rapport à un panier de monnaies : euro (70 %), livre sterling (20 %) et dollar (10 %), avec une marge de fluctuation de +/- 0,25 %	87	nd
Pologne	Flottement libre (depuis avril 2000), avec cible d'inflation	31	60,2
Slovaquie	Flottement géré (depuis octobre 1998), avec l'euro comme monnaie de référence implicite)	76	55,8
Slovénie	Flottement géré, avec l'euro comme monnaie de référence implicite	57	62,0 (b)
République tchèque	<i>Flottement géré (depuis mars 1997), avec l'euro comme monnaie de référence implicite</i>	66	62,6

(a) Moyenne des exportations et des importations de biens et services rapportées au PIB

(b) Part de l'UE à quinze et non de la zone euro dans les exportations slovènes

nd : non disponible

Source : Programmes économiques de pré-adhésion 2003

3.3. Quelques réserves sur le rôle *a priori* stabilisateur des investissements directs

Si les IDE constituent une source de financement privilégiée pour les pays au solde courant déficitaire, ils ont parfois des effets déstabilisants : lorsqu'ils excèdent largement le besoin de financement externe, ils peuvent entraîner une appréciation immédiate du taux de change, détériorant la compétitivité externe du pays ; ils n'ont d'effet positif sur la productivité qu'à moyen terme (transferts de technologies, investissements en capital, nouvelles méthodes de production...).

Par ailleurs, certains analystes soulignent qu'une partie importante des IDE dans les pays adhérents d'Europe centrale et orientale depuis dix ans résulte de privatisations et d'acquisitions d'entreprises privées. Les plus grosses opérations, dont celles qui expliquent le quasi-doublement (à 9 milliards de dollars) des investissements directs étrangers en République tchèque en 2002, le triplement en Slovaquie (à 4 milliards de dollars) et le quadruplement en Slovénie (à 1,7 milliard de dollars), sont effectivement consécutives à des privatisations ou

des prises de contrôle d'entreprises locales. Ces flux d'investissements pourraient prochainement s'affaiblir puisque, selon la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), plus de 75 % de l'appareil productif des principaux pays adhérents est d'ores et déjà privatisé. Certes, plusieurs études, dont le dernier baromètre Ernst & Young sur « l'attractivité des sites de production » (2003), signalent que, depuis 2000, les pays d'Europe centrale et orientale voient progresser rapidement le nombre d'implantations nouvelles ou d'extensions de capacités de production, tant dans le secteur industriel que dans le secteur tertiaire, mais il n'est pas sûr que l'attractivité des adhérents suffise à compenser le tarissement des privatisations. À cet égard, une étude du *Wiener Institut*¹⁰ montre que, par le passé, l'entrée dans l'Union n'a pas déclenché un accroissement notable du volume d'investissements étrangers pour trois pays dits de la cohésion (Espagne, Grèce, Portugal).

Enfin, deux points méritent d'être soulignés. Le premier concerne l'utilisation des revenus des privatisations. En effet, comme l'a montré la Hongrie au milieu des années quatre-vingt-dix, ces revenus peuvent être affectés au remboursement de la dette publique extérieure. Toutefois, dans le cas où ils entretiendraient la consommation, ils pourraient accroître les déséquilibres extérieurs. Le second point a trait aux secteurs d'implantation des IDE et aux stratégies suivies par les investisseurs étrangers. Si les IDE sont principalement effectués dans les secteurs exportateurs, ils devraient contribuer au redressement du solde courant en favorisant la croissance des exportations. En revanche, s'ils sont essentiellement tournés vers le marché intérieur, ils pourraient contrarier le redressement du solde courant, d'une part en stimulant les importations, d'autre part en engendrant des versements de bénéfices à destination des investisseurs non résidents.

3.4. Une compétitivité érodée par l'appréciation des taux de change réels

La poursuite du processus de rattrapage dans les pays adhérents entraîne trois difficultés pour le maintien de leur compétitivité et donc pour le dosage de leurs instruments de politique économique :

- la tendance à l'appréciation réelle du change, liée d'une part au processus de rattrapage du niveau général des prix intérieurs et d'autre part à l'effet Balassa-Samuelson, qui établit une relation entre le comportement des prix des biens non échangeables et les différentiels de productivité entre le secteur abrité et le secteur exposé d'une économie en rattrapage ;
- l'entrée de flux de capitaux importants et, pour une part, volatils, qui peut avoir des effets déstabilisants (risques de surchauffe, hausse des prix intérieurs ou appréciation du taux de change nominal non compensée par des gains de productivité, donc perte de compétitivité) ;

¹⁰ « From accession to cohesion: Ireland, Greece, Portugal and Spain and lessons for the next accession » by K. Laski, R. Römisch, Research Report No. 298, July 2003, WIIW

- le dilemme de politique monétaire, dit « dilemme de Tosovsky¹¹ », résultant de l'utilisation du taux d'intérêt directeur de la banque centrale pour la poursuite de deux objectifs éventuellement contradictoires dans une phase de rattrapage : la maîtrise de l'inflation et celle du taux de change.

La tendance à l'appréciation du taux de change réel constitue un risque particulièrement sérieux pour la compétitivité des pays ayant adopté un régime de change fixe (*currency board*) ou quasi fixe¹², car elle peut alors aboutir à une surévaluation des taux de change nominaux. S'agissant des pays baltes, qui ont connu au début de la transition une phase marquée par l'érosion de leur compétitivité, c'est la réalisation de gains de productivité très élevés qui a permis par la suite de limiter la tendance à l'appréciation réelle. En outre, le taux d'ouverture élevé (49 % au total, de l'ordre de 65 % si l'on exclut la Pologne), conjugué à la forte élasticité-prix des exportations, explique que les échanges extérieurs soient très sensibles à de faibles variations du taux de change (cf. Coudert et Couharde, 2002).

¹¹ Du nom de l'ancien gouverneur de la Banque centrale de Tchécoslovaquie (1990-1992) puis de la Banque nationale tchèque (1993-2000)

¹² Quatre pays adhérents sur dix ont des régimes de change rigides : l'Estonie et la Lituanie sont en *currency board* avec l'euro, le lats letton a une parité fixe vis-à-vis du DTS, la parité de la livre maltaise est fixée par rapport à un panier de monnaies dans lequel l'euro compte pour 70 %.

Le processus de convergence des nouveaux pays adhérents avec l'UE à quinze est le plus souvent accompagné de déficits courants importants. Pour partie, ceux-ci reflètent les besoins et les opportunités élevés d'investissements dans ces pays en phase de rattrapage économique. Mais, ils reflètent également une insuffisance d'épargne malgré des taux d'investissements en recul. Dans ce contexte, il importe de suivre avec attention tant l'évolution de la compétitivité que la soutenabilité des déséquilibres extérieurs. Des risques potentiels proviennent, en particulier, des conséquences du « choc d'adhésion », qui pourrait entamer la compétitivité de ces économies tout en accroissant leurs besoins de financement, mais aussi de la capacité d'absorption limitée des pays adhérents (et d'une éventuelle surchauffe).

Bien que les apports de capitaux extérieurs contribuent à la convergence réelle, ils peuvent aussi avoir des effets déstabilisants, notamment si le volume et la nature des entrées de capitaux se modifient brutalement, alors qu'aujourd'hui une grande part des déficits courants des pays adhérents est couverte par les IDE. En particulier, le tarissement prévisible des entrées de capitaux liées au processus de privatisations ne sera pas nécessairement compensé par l'attractivité des pays adhérents. Toutefois, l'augmentation récente des IDE hors privatisations, notamment en Hongrie, en Slovaquie et en République tchèque, est un facteur encourageant ; l'adhésion prochaine à l'UE est, à cet égard, un élément de nature à rassurer les investisseurs et constitue en soi un facteur essentiel d'attractivité. En tout état de cause, la poursuite d'un flux important d'investissements directs étrangers sera cruciale pour la soutenabilité des déficits courants des pays adhérents. Ceci est d'autant plus vrai que la dette extérieure de certains pays a notablement augmenté ; la poursuite de cette évolution se traduirait par une vulnérabilité significative.

Bibliographie

Artus (P.) (2002) : « Comment se résorbe un déficit courant ? », *Flash CDC-Ixis*, septembre

Aussiloux (V.) et Pajot (M.) (2003) : « Les enjeux commerciaux de l'élargissement », *Économie et statistiques*, n° 363-364-365, novembre

BERD, *Transition report update*, mai 2003

Bessone Basto (R.) et Walch (E.) (2003) : « *Competitiveness and current account sustainability in acceding countries* », unpublished paper (Banco de Portugal et Banque centrale du Luxembourg)

Coudert (V.) et Couharde (C.) (2002) : « *Exchange rate regimes and sustainable parities for CEECs in the run-up to EMU membership* », *Working Paper 2002-15*, décembre

Ernst & Young (2003), Baromètre 2003 « Attractivité du site France »

FMI, *International Financial Statistics*, octobre 2003

Freund (C.) (2000) : « *Current account adjustment in industrialised countries* », Board of governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 692, décembre

Laski (K.) et Römisch (R.) (2003) : « *From accession to cohesion: Ireland, Greece, Portugal and Spain and lessons for the next accession* », Vienna Institute for International Economic Studies, *Research Report*, n° 298, juillet

Perspectives économiques de l'OCDE, n° 73, juin 2003

Le « paradoxe de la crédibilité » en question

Les pays industrialisés ont connu au cours des quinze dernières années des crises bancaires et des épisodes spéculatifs sur les marchés immobiliers et boursiers, alors même que l'engagement de plus en plus crédible des banques centrales en faveur de la stabilité des prix s'est traduit au cours de la même période par une maîtrise croissante de l'inflation. Forts de ce constat, certains économistes ont avancé récemment l'hypothèse selon laquelle la crédibilité de la politique monétaire serait « une épée à double tranchant » : par différents mécanismes et parce que l'environnement économique se serait radicalement modifié, une politique monétaire crédible de lutte contre l'inflation pourrait contribuer à une dynamique de fragilisation financière de l'économie. La banque centrale serait alors confrontée à un « paradoxe de la crédibilité ».

Cet article analyse d'abord l'argumentation qui sous-tend l'énoncé de ce paradoxe et rappelle les relations entre stabilité financière et stabilité des prix généralement envisagées par la théorie. Dans une seconde partie, on confronte, pour un échantillon de dix-sept pays de l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE), un indicateur synthétique d'exubérance macrofinancière et un indicateur de crédibilité de la politique monétaire utilisant l'information sur les anticipations d'inflation incorporée dans les taux d'intérêt nominaux à long terme. Les résultats montrent qu'il n'est guère possible de mettre en évidence le paradoxe de façon simple. Le débat reste, certes, ouvert, l'hypothèse du « paradoxe de la crédibilité » continuant de stimuler la réflexion sur la politique monétaire dans un environnement en mutation, mais la réponse des banques centrales, selon laquelle la poursuite de la stabilité des prix est une condition nécessaire, bien que non suffisante, de la stabilité financière, paraît dans ce contexte la plus appropriée.

Jean-Stéphane MÉSONNIER
*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les politiques monétaire et financière*

NB : La constitution de la base de données de la partie empirique à bénéficié de l'aide et des conseils de Claudio Borio et Philippe Hainaut, de la Banque des règlements internationaux (BRI), ainsi que de Olivier Jeanne et de Joshi Priyadarshani, du FMI. L'auteur leur exprime ici tous ses remerciements. Il reste évidemment seul responsable des choix méthodologiques effectués et de la qualité des données finalement retenues.

1. Introduction

Les crises bancaires et immobilières à la fin des années quatre-vingt et la bulle boursière sur les valeurs de la « nouvelle économie » dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix sont survenues dans un contexte de maîtrise croissante de l'inflation. Ce constat a suscité des interrogations quant à la cohérence des objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière généralement affichés par les banques centrales. Certains auteurs ont, en effet, suggéré la possibilité d'un « paradoxe de la crédibilité », selon lequel une politique monétaire crédible de lutte contre l'inflation peut contribuer à une fragilisation de la structure financière de l'économie. Marquée notamment par de fortes hausses des prix d'actifs (bulle immobilière et/ou boursière), cette fragilisation serait susceptible de déboucher à terme sur un retournement de la dynamique des prix d'actifs, voire, si le niveau initial de l'inflation est suffisamment faible, une menace de déflation.

Le présent article se propose dans un premier temps d'analyser l'argumentation qui sous-tend l'énoncé de ce paradoxe et brosse une rapide revue de la littérature existante sur les relations entre stabilité financière et stabilité des prix. Dans une seconde partie, il cherche à tester empiriquement l'hypothèse d'une contribution paradoxale de la crédibilité à la fragilité financière sur la base d'un échantillon de dix-sept pays de l'OCDE.

2. Le paradoxe de la crédibilité : les arguments en présence

2.1. Pour : l'hypothèse d'un nouvel environnement

Le thème de la contribution paradoxale d'une politique monétaire crédible à une dynamique déstabilisante de l'économie débouchant sur d'amples fluctuations des prix d'actifs a été avancé pour la première fois dans la littérature récente par Goodfriend (2001). Il converge avec d'autres analyses selon lesquelles, en suscitant un sentiment exagéré de sécurité, une inflation durablement basse peut encourager des comportements « court-termistes » préjudiciables à la stabilité financière¹. Claudio Borio et d'autres économistes de la BRI ont approfondi cette idée dans deux papiers récents².

¹ Cf. Blinder (1999), Viñals (2001), par exemple

² Borio et Lowe (2002a) et Borio, English et Filardo (2003)

Borio *et alii* (2002, 2003) reprennent l'idée de Goodfriend selon laquelle, du fait notamment de modifications dans le processus de formation des salaires, les tensions affectant la sphère productive ne se reflètent plus que partiellement, ou avec retard, dans les chiffres de l'inflation et de ses indicateurs avancés traditionnels, comme les taux d'intérêt nominaux des obligations à long terme³. Ils l'intègrent dans un cadre descriptif plus large traduisant l'hypothèse d'un « nouvel environnement » pour les économies industrialisées qui serait caractérisé par la conjonction, depuis la fin des années quatre-vingt environ, de trois facteurs :

- une inflation durablement basse et stable, garantie par l'engagement anti-inflationniste crédible des banques centrales,
- des marchés financiers libéralisés, susceptibles de financer facilement une phase d'expansion,
- des évolutions structurelles affectant positivement l'offre (concurrence accrue entre les firmes, réduction des coûts marginaux liée éventuellement à une rupture du *trend* de productivité, marchés du travail plus flexibles) et susceptibles d'accroître les perspectives de profit tout en atténuant les conséquences inflationnistes d'une augmentation de la demande agrégée. Taylor (2000) détecte ainsi une réduction significative de la répercussion des coûts supportés par les firmes dans leurs prix de vente. Le modèle utilisé par cet auteur suggère, en outre, que ce comportement de compression des marges est en partie endogène au faible niveau de l'inflation observée, qui gouverne largement celui des anticipations d'inflation.

Borio *et alii* (2003) concentrent alors leur analyse sur le rôle central de la politique monétaire dans l'aggravation — plutôt que dans la genèse — de déséquilibres macrofinanciers (principalement un endettement excessif alimenté par une mauvaise perception des risques pris) susceptibles de conduire, lorsque s'impose l'inévitable correction, à une situation de déflation. C'est ainsi qu'ils introduisent explicitement la notion de « paradoxe de la crédibilité » :

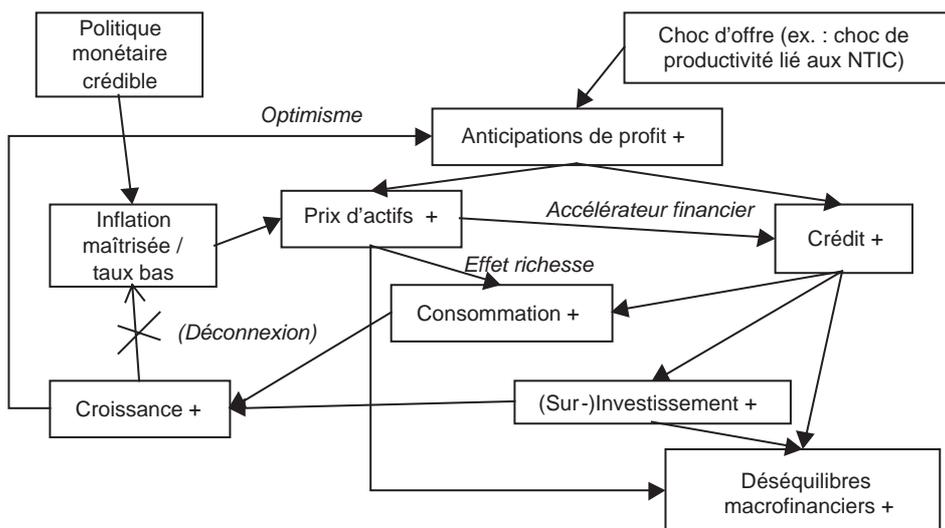
« ... la crédibilité de l'engagement des banques centrales à lutter contre l'inflation peut être une épée à double tranchant. D'un côté, la crédibilité renforce d'autres facteurs structurels susceptibles de contenir les pressions inflationnistes. De l'autre, alors que les anticipations d'inflation à long terme sont mieux ancrées autour de l'objectif de la banque centrale, des phases d'expansion non soutenable pourraient ne se refléter qu'avec retard dans une accélération de l'inflation. Ce paradoxe de la crédibilité signifie que la banque centrale peut être la victime de son propre succès. Maîtriser l'inflation peut contribuer à des modifications dans la dynamique du système susceptibles de dissimuler les risques auxquels l'économie est exposée. »

³ Le schéma dynamique qu'esquisse Goodfriend suppose qu'une convention de modération salariale partagée par les employeurs et les salariés prévaut tant que perdure la confiance du public dans la pérennité du régime d'inflation faible. Parallèlement, une vision « optimiste » de l'économie, accréditant l'hypothèse d'un relèvement du taux de croissance potentiel, tend à prévaloir, alimentant un accroissement des dépenses des ménages et des entreprises et poussant les prix d'actifs à la hausse. Goodfriend utilise le terme « *wishful thinking* », qui signifie que les agents prennent collectivement leurs désirs (en termes de perspectives de croissance réelle et de rendement des actifs) pour une réalité. Une telle forme d'aveuglement collectif paraît proche de la notion de « convention » utilisée par Orléan (1994) pour décrire le fonctionnement auto-référentiel des marchés financiers.

En résumé, on peut schématiser de la façon suivante le phénomène cumulatif associé au paradoxe de la crédibilité :

Schéma 1

De la crédibilité de la politique monétaire à l'accumulation de déséquilibres financiers



Il est intéressant de relever que Borio *et alii* proposent une synthèse de traditions de pensée économique diverses (cf. encadré ci-après). Ils s'efforcent, en particulier, de réconcilier des approches endogènes de la déstabilisation de l'économie par la sphère financière (proches de « l'hypothèse d'instabilité financière » de Minsky)⁴ et les approches standard — les modèles contemporains d'accélérateur financier, qui reconnaissent au système bancaire un rôle amplificateur des chocs exogènes subis par l'économie⁵ —. Or, si ces écoles de pensée ont connu une certaine convergence au cours de la dernière décennie, des divergences de taille demeurent sur les fondamentaux des modèles (Fazzari, 1999).

En outre, il reste à préciser le mécanisme du retournement qui transforme une fragilité macrofinancière accrue en une situation de crise aux répercussions déflationnistes. C'est, en effet, dans la mesure où l'accumulation de déséquilibres, ici favorisée par la passivité de la banque centrale, débouche sur une mise en cause de la stabilité des prix — par exemple sous la forme d'une spirale déflationniste — qu'il y a vraiment « paradoxe de la crédibilité ». Sur ce point, les auteurs se contentent de suggérer que le cercle « vertueux » de l'expansion combinée

⁴ Borio *et alii* (2003) mettent en particulier en avant « des forces endogènes au système plutôt que des chocs exogènes » (page 27).

⁵ Pour une présentation de la littérature sur le cycle de crédit, cf. Clerc (2001). Pour une introduction au modèle d'accélérateur financier, cf. Clerc et Pfister (2002). Le modèle d'accélérateur financier repose sur l'existence d'asymétries d'information sur les marchés du crédit entraînant des coûts d'agence. La prise en compte de ces coûts par les banques entraîne que le taux débiteur proposé varie inversement avec la richesse nette des emprunteurs. Cette dernière fluctue notamment en fonction de la valeur des collatéraux présentés en garantie par l'entreprise ou le ménage endetté.

Des origines intellectuelles diverses : quelle cohérence théorique ?

Les propositions de Borio et alii (2002, 2003), par leurs allusions aux travaux des économistes de l'entre-deux guerres (Fisher, Hayek, von Mises) ou à « l'hypothèse d'instabilité financière » de Minsky (1975, 1982), participent d'un retour plus général de l'histoire de la pensée et des faits économiques dans le débat contemporain de politique économique. Dans le contexte d'une évocation des risques de déflation¹ à la suite de l'éclatement de la bulle boursière de la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, on assiste en effet à une multiplication des relectures des crises passées, dont celle de 1929, et des analyses qu'elles ont alors suscitées, en particulier la théorie de la déflation par la dette d'Irving Fisher (1932, 1933)².

La proposition des auteurs de la BRI peut être sommairement décrite comme une interprétation du cycle réel où le crédit bancaire joue un rôle amplificateur prépondérant : Eichengreen et Mitchener (2003) voient ainsi dans cette lecture du cycle de la fin des années quatre-vingt-dix, associé à une bulle spéculative sur les marchés d'actifs et à son effondrement, un « boom du crédit qui a mal tourné ». Dans le même temps, en mettant en avant une déconnexion entre l'évolution des prix et celle de l'endettement des agents non financiers, l'hypothèse du paradoxe de la crédibilité s'écarte d'une approche quantitativiste du cycle économique et des crises : dans le cadre d'analyse proposé par la théorie quantitative de la monnaie, la monnaie et le crédit interagissent, au contraire, positivement avec les prix et la demande agrégée pour renforcer les dynamiques d'expansion et de ralentissement du cycle. On peut noter que le postulat de ce lien positif entre inflation et endettement joue, en particulier, un rôle clef dans la conception du cycle et de la crise déflationniste de Fisher, une des figures importantes de la tradition quantitativiste.

Le schéma de cycle proposé par Borio et alii (2003) se situe donc à la croisée :

- d'une tradition d'analyse du cycle du crédit qui s'écarte de l'orthodoxie quantitativiste ou monétariste (approche dite autrichienne de Hayek et von Mises, approche post-keynésienne de Minsky) et qui met notamment l'accent sur le caractère déstabilisateur du comportement de recherche de profit des banques,
- et des modèles « d'accélérateur financier » de la « nouvelle économie keynésienne » qui sont aujourd'hui couramment utilisés pour l'analyse de la politique monétaire (Bernanke et Gertler, 1995, Bernanke et alii, 1999). Les auteurs de ces modèles, dont la structure de base est celle des modèles de cycle réel des Nouveaux classiques des années quatre-vingt, revendiquent pour leur part une filiation avec Fisher³, notamment parce qu'il a mis l'accent sur des problèmes informationnels dans la distribution du crédit, les banques disposant d'une information retardée sur l'inflation par rapport aux entreprises, et placé le surendettement des entreprises au cœur de son analyse de la crise de 1929 (modèle de déflation par la dette)⁴.

En l'absence d'une formalisation plus explicite du cadre de référence retenu par Borio et alii, il demeure toutefois difficile de comprendre l'articulation exacte de ces différents éléments dans le schéma du « nouvel environnement ».

1 Cf. par exemple le discours de Ben Bernanke (Réserve fédérale américaine) : « Deflation: making sure it doesn't happen here », 21 novembre 2002

2 Cf. Eichengreen et Mitchener (2003), Borio et Jeanne (2002)

3 Cf. Bernanke (1983), Bernanke et alii (1999)

4 Toutefois, comme le souligne Laidler (2003), la crise de 1929, survenue dans un contexte d'inflation modérée comme la crise japonaise du début des années quatre-vingt-dix et le « e-krach » de Wall Street depuis 2000, ne rentre guère dans cette épure.

de la demande, de l'endettement, des profits et des prix d'actifs peut s'emballer et que « le système » peut aller au-delà de sa limite d'élasticité⁶. Dans la mesure où la phase d'expansion et de fragilisation macrofinancière repose largement sur des facteurs psychologiques, tels qu'un optimisme collectif quant à l'émergence d'un nouveau régime de croissance lié à la diffusion des NTIC, le retournement paraît avant tout reposer sur la mise en cause d'une « convention » au sens d'Orléan (1994). L'introduction explicite des outils d'analyse de l'économie des conventions pourrait alors constituer un des axes d'approfondissement du schéma, sinon du modèle, proposé.

2.2. Contre : la conception traditionnelle

2.2.1. « L'hypothèse de Schwartz »

La vision traditionnelle selon laquelle une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix contribue à réduire la fréquence et la gravité des crises financières a été systématisée par l'économiste monétariste américaine Anna Schwartz (cf. 1995, 2002, par exemple). Selon l'expression proposée par Bordo *et alii* (1998), « l'hypothèse de Schwartz » s'énonce en deux temps. D'une part, une politique monétaire qui limite les fluctuations de l'inflation tend à limiter les épisodes d'instabilité financière, compris comme des épisodes de détresse financière pouvant conduire à des crises bancaires. D'autre part et inversement, une inflation instable contribue à la fragilisation des relations financières en augmentant l'incertitude à laquelle prêteurs et emprunteurs sont confrontés dans l'évaluation du rendement réel des investissements financés par emprunt.

L'hypothèse de Schwartz repose sur un mécanisme proche de l'effet de « surprise » monétaire pointé par Lucas (1972)⁷. Transposé au domaine des décisions de prêt et d'emprunt, le même raisonnement permet de suggérer que l'incertitude entourant le taux futur d'inflation peut conduire les agents à sous-estimer ou surestimer le taux de rendement réel des investissements qu'ils envisagent et ainsi entraîner des décisions de prêt ou d'emprunt erronées. En outre, un choc inflationniste ou déflationniste non anticipé (ou contre lequel les agents ne disposent pas d'instruments de couverture) induit un écart entre le rendement réel d'un investissement observé *ex post* et le rendement attendu sur la base duquel un prêt avait été accordé. La hausse du taux de défaillance des emprunteurs à la suite d'une désinflation non anticipée peut ainsi fragiliser les bilans des prêteurs au point d'entraîner une crise bancaire⁸.

⁶ En anglais : « become overstretched ».

⁷ Confrontés à une hausse des prix de leurs produits, les entrepreneurs ne peuvent, selon Lucas, discerner instantanément s'il s'agit d'un choc sur les prix relatifs ou d'une hausse du niveau général des prix, car l'ensemble d'informations dont ils disposent ne contient pas la valeur contemporaine de l'inflation. Or, ils ont intérêt à accroître leur production dans le premier cas, mais pas dans le second. Une erreur d'interprétation peut donc induire une allocation sous-optimale des ressources.

⁸ Comme le suggèrent Bordo *et alii* (1998), la détresse financière résultant de l'augmentation des défaillances d'emprunteurs peut plus que compenser, en termes agrégés, la hausse du rendement réel des prêts pour les banques dont les clients n'ont pas fait défaut.

2.2.2. Quelle validation empirique de « l'hypothèse de Schwartz » ?

Les travaux empiriques récents sur la relation entre stabilité des prix et (in)stabilité financière sont relativement rares. Les trois papiers de Bordo, Dueker et Wheelock (1998, 2001, 2003), qui examinent la pertinence de l'« hypothèse de Schwartz » sur la longue durée (depuis la fin du XVIII^e siècle) au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, constituent vraisemblablement la principale référence, même si d'autres études plus ponctuelles sont également accessibles (par exemple Bergman et Hansen, 2002)⁹. Ils concluent globalement, comme le papier plus théorique de Bernanke et Gertler (1999), que les deux objectifs sont complémentaires et cohérents. Leurs résultats n'autorisent toutefois qu'une interprétation prudente.

Ainsi, Bordo *et alii* (1998) passent en revue l'histoire financière des États-Unis depuis 1789 et relèvent que, typiquement, les crises bancaires les plus graves ont eu lieu dans les périodes de forte instabilité des prix. Toutefois, les auteurs relèvent que certaines paniques bancaires de la fin du XIX^e siècle et du début du XX^e siècle ont eu lieu sur fond de relative stabilité des prix¹⁰. Bordo *et alii* (2001, 2003) proposent alors une analyse économétrique de la relation entre le niveau des prix à la consommation et les conditions financières sur environ deux siècles, respectivement sur données américaines et britanniques, en construisant préalablement des indicateurs synthétiques des conditions financières. Dans le cas des États-Unis, comme dans celui du Royaume-Uni, les auteurs mettent en évidence une incidence positive significative des chocs de prix sur la fragilité financière avant le milieu des années trente et à partir du début des années soixante-dix. Toutefois, ce lien s'estompe sur la période qui va de la fin de la seconde guerre mondiale à l'abandon du système de Bretton Woods.

2.3. Forme forte et forme faible

L'examen des éléments empiriques disponibles nous invite, pour conclure cette revue, à distinguer une forme forte et une forme faible dans l'hypothèse du paradoxe de la crédibilité.

La forme forte correspond au renversement de la vision conventionnelle selon laquelle « la stabilité des prix est bénéfique à la stabilité financière ». La proposition d'imputer à la maîtrise de l'inflation la responsabilité de l'instabilité financière semble cependant peu compatible avec l'expérience historique sur longue période.

⁹ Bergman et Hansen (2002) analysent, quant à eux, le cas de la Suède à l'aide d'un modèle VAR de 1982 à 2001, période marquée notamment par l'épisode de bulle immobilière et de crise bancaire du début des années quatre-vingt-dix. Leurs conclusions tendent à conforter la vision d'une complémentarité entre stabilité des prix et stabilité financière : les chocs positifs de prix entraînent une aggravation significative de l'instabilité financière. Pour autant, l'analyse rétrospective de la crise bancaire suédoise de 1991-1992 suggère que les chocs de prix n'ont pas joué un rôle déterminant dans l'augmentation brutale de l'instabilité financière au cours de ces années.

¹⁰ Ces réserves peuvent conforter l'idée d'un parallélisme intellectuellement stimulant entre la période actuelle et la période d'étalon-or du dernier quart du XIX^e siècle et du début du XX^e siècle, époque caractérisée par des marchés financiers peu réglementés et des chocs technologiques faisant rupture, sur fond de relative stabilité des prix imposée par le système métallique, mais aussi de crises bancaires retentissantes (cf. Borio *et alii*, 2003, page 29).

Bien que des épisodes de politique monétaire crédible dédiée à la stabilité des prix aient pu coïncider avec une accumulation de déséquilibres financiers, il reste à prouver que la seconde est bien la conséquence de la première.

La forme faible, plus pragmatique, revient à admettre que la stabilité des prix et la politique monétaire crédible qui la garantit à moyen terme sont vraisemblablement une condition nécessaire de la stabilité financière, mais pas une condition suffisante. Cette forme faible se démarque donc autant de la forme forte que de la position de Schwartz. Elle correspond davantage à la proposition initiale de Borio *et alii* (2003).

Même sous sa forme « faible », l'hypothèse d'un « paradoxe de la crédibilité » présente, au-delà de l'enjeu théorique, plusieurs enjeux pratiques pour les banques centrales. D'ores et déjà, au plan théorique, les banques centrales ont admis la nécessité d'une approche plus préventive que réactive face aux conséquences déstabilisatrices des fluctuations amples des prix d'actifs et des déséquilibres financiers et s'appuient généralement pour établir leur diagnostic sur une large palette d'indicateurs économiques et financiers, dont des prix d'actifs¹¹. Mais un certain nombre de questions pratiques restent ouvertes, que l'on ne peut qu'évoquer dans le cadre de cet article :

- quel rôle doivent jouer les prix des actifs, en particulier des actifs boursiers et immobiliers, dans la définition de la stabilité des prix ?
- Quel partage des tâches entre politique monétaire et politique prudentielle faut-il envisager pour prévenir les épisodes d'instabilité financière¹² ?
- Enfin, en termes de stratégie de politique monétaire, faut-il relativiser la pertinence des politiques de pur ciblage d'inflation au point d'adopter une fonction de réaction prenant en compte (explicitement ou non) les déséquilibres macrofinanciers ? C'est logiquement à cette dernière préconisation qu'aboutissent Borio *et alii* (2003).

Ce dernier point, souvent présenté sous l'angle de l'opportunité d'une réaction (préventive et/ou curative) des banques centrales aux bulles sur les prix d'actifs, fait toutefois aujourd'hui l'objet d'une vaste controverse académique¹³ qui ne peut qu'inciter les décideurs à la prudence¹⁴.

¹¹ L'intérêt manifesté récemment par le SEBC pour le fonctionnement des marchés immobiliers des pays de l'Union européenne (cf. le rapport « Structural issues in the EU housing markets », de mars 2003) en fournit une illustration supplémentaire.

¹² Bernanke (2002) défend l'approche généralement retenue par les banques centrales, qui veut que la prévention de l'instabilité financière relève prioritairement de l'action prudentielle, la politique monétaire ne pouvant par le maniement de son seul taux d'intérêt directeur poursuivre plus d'un objectif (la stabilité des prix).

¹³ Cechetti *et alii* (2000) et Dupor (2002), parmi d'autres, présentent des arguments pour une réaction accrue des banques centrales aux fluctuations des prix d'actifs. Bordo et Jeanne (2002), dans un petit modèle structurel à deux périodes où la capacité d'endettement des entreprises est une fonction croissante du prix des actifs — le collatéral apporté en garantie — mettent l'accent sur la nécessité d'empêcher *ex ante* par un relèvement des taux directeurs un endettement excessif des entreprises qui pourrait déboucher *ex post*, et si les prix d'actifs se retournent, sur une situation de rationnement du crédit bancaire et de déflation. À l'opposé, Bernanke et Gertler (1999, 2001) soutiennent que les prix d'actifs ne doivent être pris en compte par la politique monétaire que dans la mesure où ils fournissent une information sur l'inflation future.

¹⁴ Cf. par exemple les prises de position de Bernanke (2002), pour la Réserve fédérale américaine, et de Trichet (2002), pour la Banque de France, sur le thème de la réaction aux bulles spéculatives.

3. Le paradoxe de la crédibilité : une illustration empirique pour un panel de pays industrialisés

Cette partie propose de fournir quelques éléments quantitatifs pour apprécier la validité de l'hypothèse d'un paradoxe de la crédibilité dans les économies développées de l'OCDE au cours des années récentes. Les travaux empiriques résumés ci-dessus présentent en effet deux défauts majeurs pour qui veut établir précisément une relation entre le régime de politique monétaire orienté vers la stabilité des prix qui prévaut actuellement dans la plupart des pays développés et la stabilité financière :

- ces travaux privilégient la « longue » durée — de trois décennies à plus de deux siècles — et ne cherchent pas à rendre compte de la spécificité de la finance libéralisée des quinze à vingt dernières années. Or, l'existence de marchés financiers déréglementés et largement intégrés est un élément essentiel du « nouveau régime » esquissé par Borio *et alii* (2003), dans lequel le paradoxe soulevé prend tout son sens ;
- ces travaux cherchent avant tout à illustrer l'idée selon laquelle un choc sur les prix entraîne une réponse positive d'indicateurs significativement corrélés avec la réalisation de crises bancaires. Ils ne font toutefois pas intervenir explicitement la crédibilité de l'engagement anti-inflationniste de la banque centrale.

Pour pallier ces inconvénients, nous proposons un angle d'approche empirique alternatif qui consiste à confronter deux types d'indicateurs synthétiques — un indicateur d'exubérance macrofinancière susceptible de s'accompagner d'une fragilisation financière de l'économie et un indicateur de crédibilité de l'engagement anti-inflationniste de la banque centrale — choisis avant tout pour leur relative simplicité parmi les propositions disponibles dans la littérature. Les deux indicateurs sont calculés pour une sélection de pays de l'OCDE à haut revenu qui recouvre largement celle de Bordo et Jeanne (2002) et de Castelnovo *et alii* (2003). Ces pays sont membres ou non de la zone euro, mais tous ont fait le choix au cours de la dernière décennie de confier la responsabilité de la politique monétaire à une banque centrale indépendante affirmant poursuivre un objectif de stabilité des prix¹⁵. La base de données est présentée en annexe.

¹⁵ L'indépendance est entendue ici avant tout, selon la typologie standard, au sens d'indépendance dans la mise en œuvre de la politique monétaire (*instrument independence*), ce qui n'exclut pas que la banque centrale soit également indépendante dans le choix de son objectif (*goal independence*). Le cas du Japon est particulier, compte tenu du fait que l'économie japonaise est la seule du panel à connaître une situation de déflation depuis une dizaine d'années. Il paraissait cependant peu satisfaisant d'exclure le Japon de l'échantillon.

3.1. Le choix des indicateurs

3.1.1. La fragilité financière à l'aune de l'exubérance macrofinancière

La notion de stabilité financière paraît relativement familière. Pourtant, on en trouve peu de définitions précises et de caractérisations formelles. Les définitions proposées par les universitaires et les banquiers centraux demeurent le plus souvent relativement abstraites et ne débouchent que difficilement sur une proposition de quantification¹⁶.

L'analyse de Borio *et alii* (2002, 2003) met, quant à elle, l'accent sur l'accumulation dans le temps de déséquilibres financiers plutôt que sur l'instabilité financière, notamment les crises bancaires, qui éventuellement vient sanctionner cette évolution. L'indicateur à construire doit donc, *a priori* rendre compte du degré de fragilité financière en amont des crises — c'est-à-dire pendant les phases d'expansion¹⁷. L'accumulation de déséquilibres étant fortement liée à une sous-estimation des risques par les agents, qu'on peut qualifier « d'optimisme excessif », on propose ici de mesurer indirectement la fragilité financière de l'économie au sens de Borio *et alii* par un indicateur « d'exubérance macrofinancière ».

En pratique, l'indicateur élaboré s'appuie sur les conclusions des travaux empiriques présentés par Borio et Lowe (2002b) pour une large sélection de pays. Ce papier suggère que des indicateurs macroéconomiques simples comme le ratio de l'encours de crédit au secteur privé rapporté au PIB ou le prix réel des actifs (cours des actions ou prix des logements déflatés de l'inflation courante), exprimés en termes d'écart à leur tendance de moyen-terme, constituent de bons indicateurs avancés des crises bancaires. Il relève également qu'une approche combinant plusieurs indicateurs est plus performante qu'une approche mono-critère. Pour chaque pays, on construit donc une mesure synthétique des écarts à la tendance (ou *gaps*) de trois variables, en fréquence annuelle de 1970 à 2001 : le ratio des encours de crédit bancaire au secteur privé rapporté au PIB nominal, le prix réel des logements et le cours réel des actions. Les trois séries sont ensuite agrégées en utilisant une moyenne inspirée de Bordo *et alii* (2001), dont la formule est détaillée en annexe. On propose de lire comme des phases d'exubérance macrofinancière, marquées par une expansion trop rapide du crédit et une envolée des prix d'actifs, les périodes sur lesquelles l'indicateur est « anormalement élevé ». Les périodes en question, repérées par une zone grisée sur les graphiques, sont définies de façon *ad hoc* pour chaque pays comme les périodes où l'indicateur se trouve dans les deux derniers déciles de sa distribution (soit les 20 % de valeurs les plus élevées prises par l'indicateur pour un pays donné).

¹⁶ Pour une revue de ces définitions, cf. BRI (1998) et Oosterloo et Hahn (2003)

¹⁷ La définition de la fragilité financière d'une économie, proposée par exemple récemment par Tsomocos (2003), qui combine le critère de la crise de liquidité avec celui de la crise bancaire, n'est ainsi guère adaptée à nos besoins : une économie est jugée financièrement fragile par cet auteur lorsqu'un nombre suffisamment important de ménages et de banques font défaut sur des montants substantiels sans pour autant faire nécessairement faillite (crise de liquidité) et lorsque la profitabilité du système bancaire décroît significativement (crise bancaire).

Pour apprécier, au moins sommairement, la pertinence économique du résultat, on rapproche l'indicateur d'exubérance macrofinancière d'un indicateur simple des épisodes de forte expansion et de *krachs* sur les marchés boursiers et immobiliers. Cet indicateur est construit selon une méthodologie proposée par Bordo et Jeanne (2002) dans un papier récent (cf. annexe).

Le graphique 1 permet d'apprécier le résultat de cette comparaison. On note que les épisodes d'exubérance macrofinancière suggérés par notre indicateur correspondent assez largement aux épisodes de « booms » immobiliers ou boursiers : ainsi en Finlande, au Royaume-Uni et en Suède à la fin des années quatre-vingt, l'exubérance macrofinancière est à son apogée pendant les *booms* immobiliers et boursiers. Les graphiques coïncident également pour la Belgique, le Canada, l'Espagne, l'Italie, le Japon et la Nouvelle-Zélande, au moins depuis le milieu des années quatre-vingt. Certains épisodes connus de bulles ne sont pas détectés par l'indicateur de *booms* à la Bordo-Jeanne pour des raisons techniques¹⁸ : c'est par exemple le cas de la bulle immobilière française du tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix¹⁹ ou bien celui de la bulle récente sur les valeurs technologiques américaines²⁰. Ces épisodes sont toutefois correctement retracés par l'indicateur d'exubérance. De même, l'indicateur est négatif pour le Japon depuis 1993, l'économie de l'Archipel traversant dix années de stagnation et de déflation après l'explosion de « l'économie de bulle » au début des années quatre-vingt-dix.

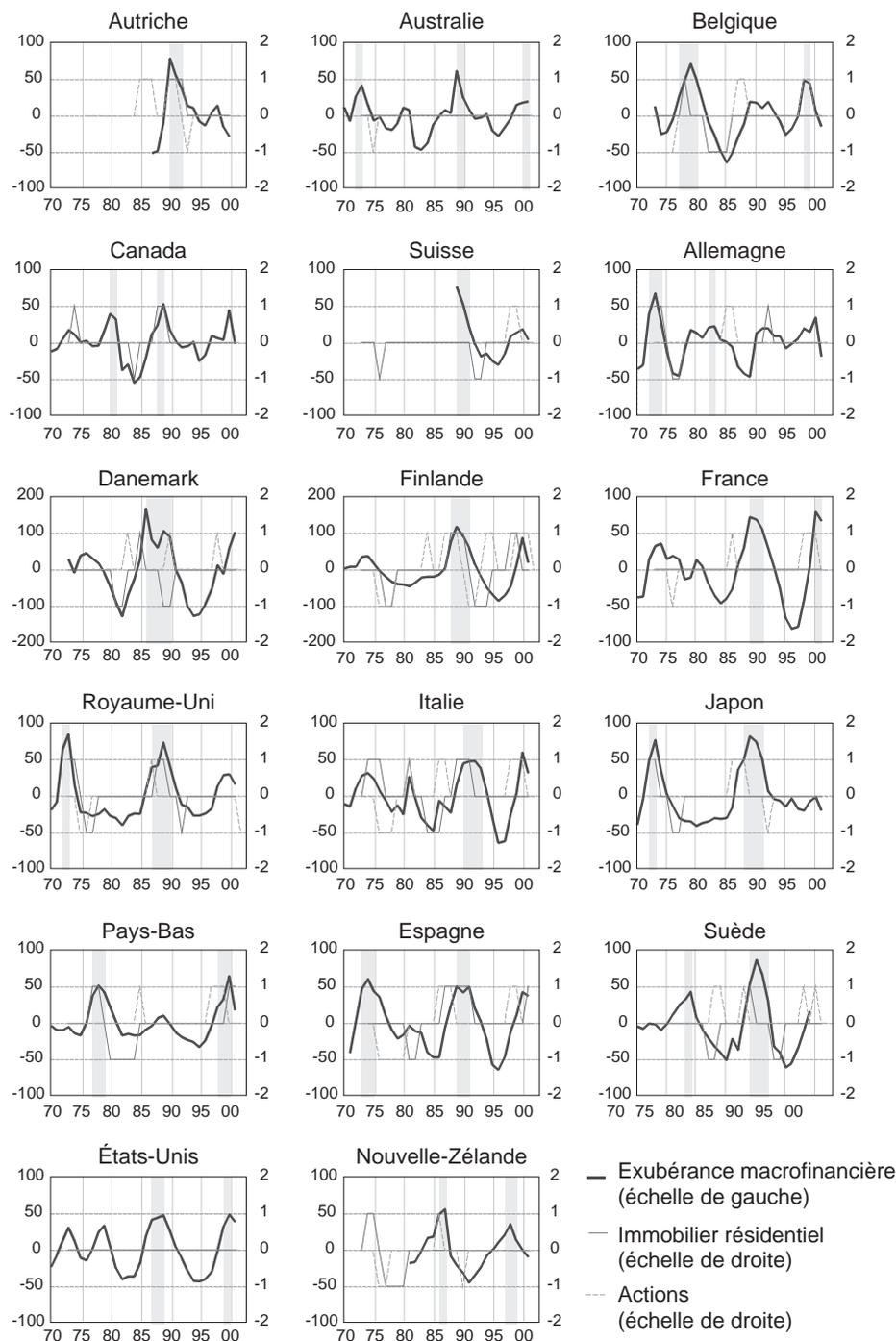
En 2001, enfin, année qui correspond à la fin de la période d'observation dans notre base de données, on constate que la France et les États-Unis sont encore en position haute, du fait d'un excédent non résorbé à cette date du crédit total au secteur privé et du niveau relativement élevé des prix de l'immobilier. La même année, l'Allemagne se situe en repli, du fait de la décrue des prix du logement en termes réels enregistrée depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, alors que l'excédent de crédit accumulé au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix tend à se résorber et que la correction boursière est, comme ailleurs, bien entamée (cf. graphique 2).

¹⁸ À savoir, quand le taux de croissance moyen sur trois ans du prix réel de l'actif considéré reste inférieur au seuil d'un écart-type calculé sur l'ensemble des pays (cf. annexe)

¹⁹ Il faut noter en outre que la bulle a concerné principalement l'immobilier de bureaux parisien, alors que le prix de l'immobilier retenu ici se rapporte aux logements anciens sur la France entière.

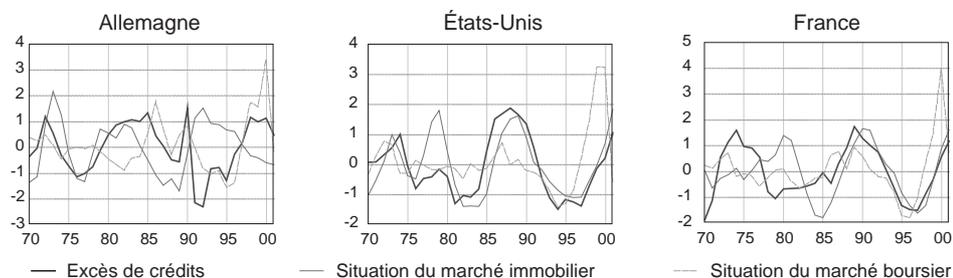
²⁰ L'indice boursier américain utilisé (indice industriel S&P large du New York Stock Exchange — NYSE) est, en effet, moins volatil, en termes réel, que la moyenne des indices des autres pays de l'échantillon.

Graphique 1
Indicateur d'exubérance macrofinancière
et booms et krachs sur les prix d'actifs réels
 Période 1970-2001



NB : Les zones correspondent aux neuvième et dixième déciles de la distribution de l'indicateur d'exubérance pour le pays considéré (« phase d'exubérance macrofinancière »). Les courbes en continu fin et en pointillé correspondent aux indicateurs de booms et krachs calculés selon la méthodologie de Bordo et Jeanne (2002) pour, respectivement, les prix réels de l'immobilier et des actions. Ces derniers indicateurs prennent en compte les taux de croissance de ces prix et non leur niveaux, à la différence de l'indicateur d'exubérance.

Graphique 2
Composantes de l'indicateur d'exubérance
Période 1970-2001



3.1.2. Définir et mesurer la crédibilité

Si la littérature théorique relative à la crédibilité des banques centrales est abondante ²¹, les papiers proposant une mesure simple de la crédibilité variant au cours du temps sont relativement rares ²². Lorsqu'une illustration empirique s'impose, la plupart des auteurs recourent à des mesures indirectes de la crédibilité, le plus souvent sous forme graphique : le niveau de l'inflation observée ou le niveau des anticipations d'inflation — fournies par une enquête ou tirée des rendements des obligations d'État indexées sur l'inflation lorsque de tels titres existent — est ainsi comparé à l'objectif d'inflation annoncé par la banque centrale ²³.

En l'absence d'un historique suffisamment long des anticipations d'inflation à long terme pour les pays sélectionnés, on recourt pour cette étude à un indicateur de la crédibilité de la politique monétaire, tiré d'un papier récent du FMI (Laxton et N'Diaye, 2002) et qui présente l'avantage d'être aisément calculable, sur une base annuelle, depuis le début des années soixante-dix, même s'il présente des défauts évidents ²⁴. Les auteurs de ce papier proposent, en effet, de mesurer très simplement la crédibilité à l'aune d'une transformation des taux d'intérêt à long terme qui compare le taux courant avec ses plus haut et plus bas niveaux historiques sur la période sélectionnée et fournit une valeur comprise entre zéro et un (cf. annexe).

²¹ Cf. Mourougane (1997) pour une revue de cette littérature

²² Une mesure indirecte souvent utilisée dans la littérature académique pour apprécier le bénéfice global d'un gain de crédibilité sur les périodes de désinflation est le coût en perte de production induit par la désinflation, appelé aussi ratio de sacrifice. Ce dernier peut-être mesuré comme le cumul de l'écart de PIB — par rapport à son niveau potentiel — rapporté au différentiel d'inflation sur la période considérée (cf. Ball, 1994, par exemple). Les modèles théoriques prédisent que le ratio de sacrifice est plus faible si la banque centrale est plus crédible (cf. Clarida, Gali et Gertler, 1999).

²³ Cf. Gonzalez-Hermosillo et Ito (1997), par exemple, pour une appréciation de la crédibilité de la Banque du Canada.

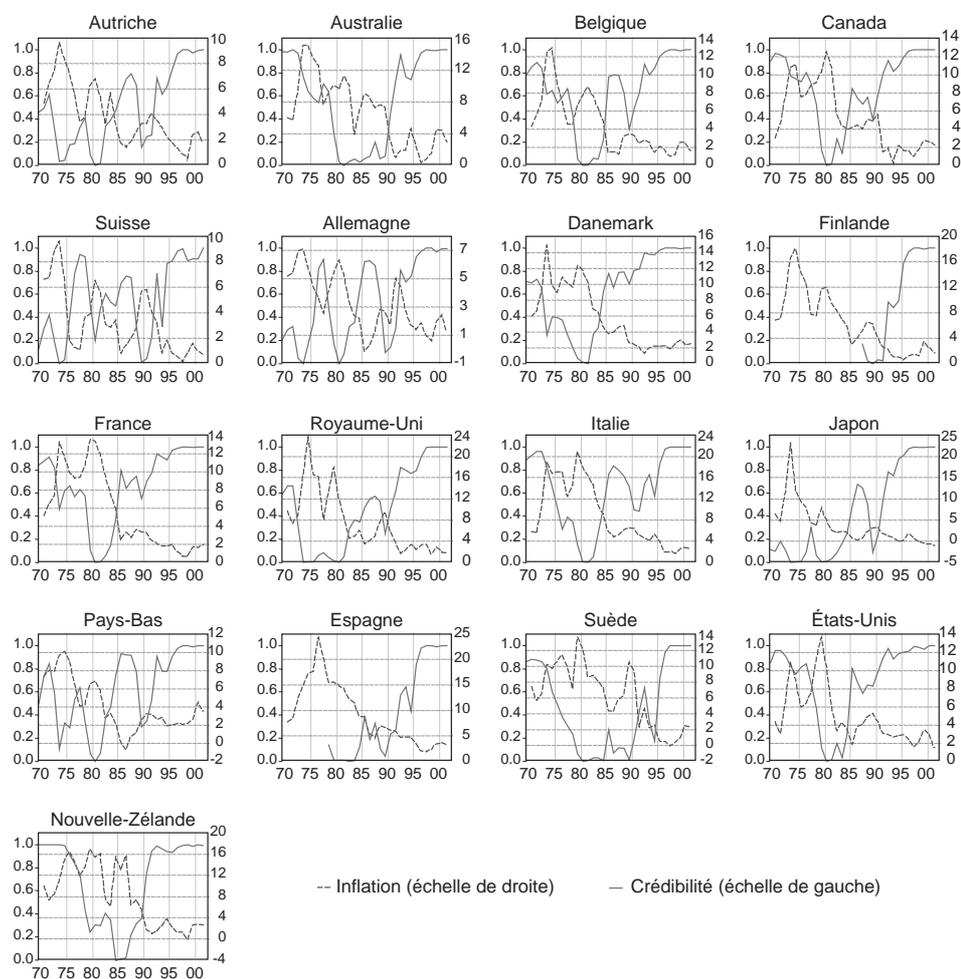
²⁴ L'étude de Castelnovo *et alii* (2003) fournit une alternative intéressante. Ces auteurs retiennent l'ancrage des anticipations à long terme de l'inflation comme critère de la crédibilité de la politique monétaire du point de vue de sa détermination à atteindre l'objectif annoncé de stabilité de prix. Ils considèrent que les anticipations à long terme sont correctement ancrées si elles présentent deux caractéristiques observables : un faible degré de volatilité autour d'un niveau donné, correspondant à l'objectif officiel d'inflation ou au milieu de la bande-cible lorsque la banque centrale quantifie son objectif, ainsi qu'une faible corrélation avec les mouvements de l'inflation réalisée et les anticipations à court terme. L'étude utilise toutefois la chronique des anticipations d'inflation à long terme fournie par les enquêtes de la société Consensus Forecasts depuis la fin des années quatre-vingt, base dont nous n'avons pu disposer ici.

La justification est tirée d'un travail de Goodfriend (1993) selon lequel la variation des taux nominaux à long terme fournit une approximation satisfaisante des craintes inflationnistes. L'idée sous-jacente est donc que le rendement des obligations d'État à long terme « contient une prime d'inflation qui peut être utile pour identifier des périodes de basse, moyenne et haute crédibilité » : la crédibilité a plus de chance d'être forte lorsque les taux longs sont proches de leur minimum et faible lorsqu'ils sont à un niveau historiquement élevé.

Cette hypothèse forte, qui revient à supposer que les variations des taux d'intérêt réels et des primes de risque n'expliquent qu'une faible proportion de la volatilité des taux à long terme nominaux, est plus vraisemblable pour les périodes où l'engagement anti-inflationniste de la politique monétaire est moins fort, ce qui constitue naturellement une limitation importante de l'indicateur choisi. Une autre limite tient à la forte volatilité de cette mesure de la crédibilité, alors que celle-ci s'acquiert dans la durée et ne progresse probablement que lentement. Enfin, il importe de noter que les niveaux ne sont, par construction, pas comparables d'un pays à l'autre. Toutefois, un document de travail récent de la BCE sur un sujet connexe (Gerlach-Kristen, 2003), en démontrant que le taux d'intérêt à long terme dans la zone euro peut être vu comme une approximation de la perception de l'inflation de long terme par le public, apporte indirectement des arguments en faveur de l'indicateur retenu ici.

Les profils obtenus correspondent globalement à l'intuition : les années quatre-vingt sont caractérisées par un niveau généralement faible de crédibilité, celle-ci se reconstituant progressivement pour atteindre son maximum à la fin des années quatre-vingt-dix alors que le processus de désinflation est achevé (cf. graphique 3). L'interprétation correcte des graphiques proposés pour les différents pays exige toutefois de garder à l'esprit que l'indicateur ne fournit, en soi, pas d'autre information que celle que contient le taux d'intérêt à long terme. Ainsi, le haut niveau de « crédibilité » affiché pour le Japon à partir de 1997 ne reflète rien d'autre que le niveau historiquement bas des taux d'intérêt à long terme dans ce pays depuis cette date. De même, certains pics ou creux contemporains d'événements aisément identifiables et qui ont été accompagnés de fortes fluctuations des taux d'intérêt à long terme dans tel ou tel pays — tels le choc de la réunification allemande en 1990-1991, l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change européen (MCE) la même année, ou la dévaluation de la lire italienne en 1992 et de la peseta espagnole en 1995 — ne doivent pas être interprétés mécaniquement en termes de pertes ou de gains de crédibilité.

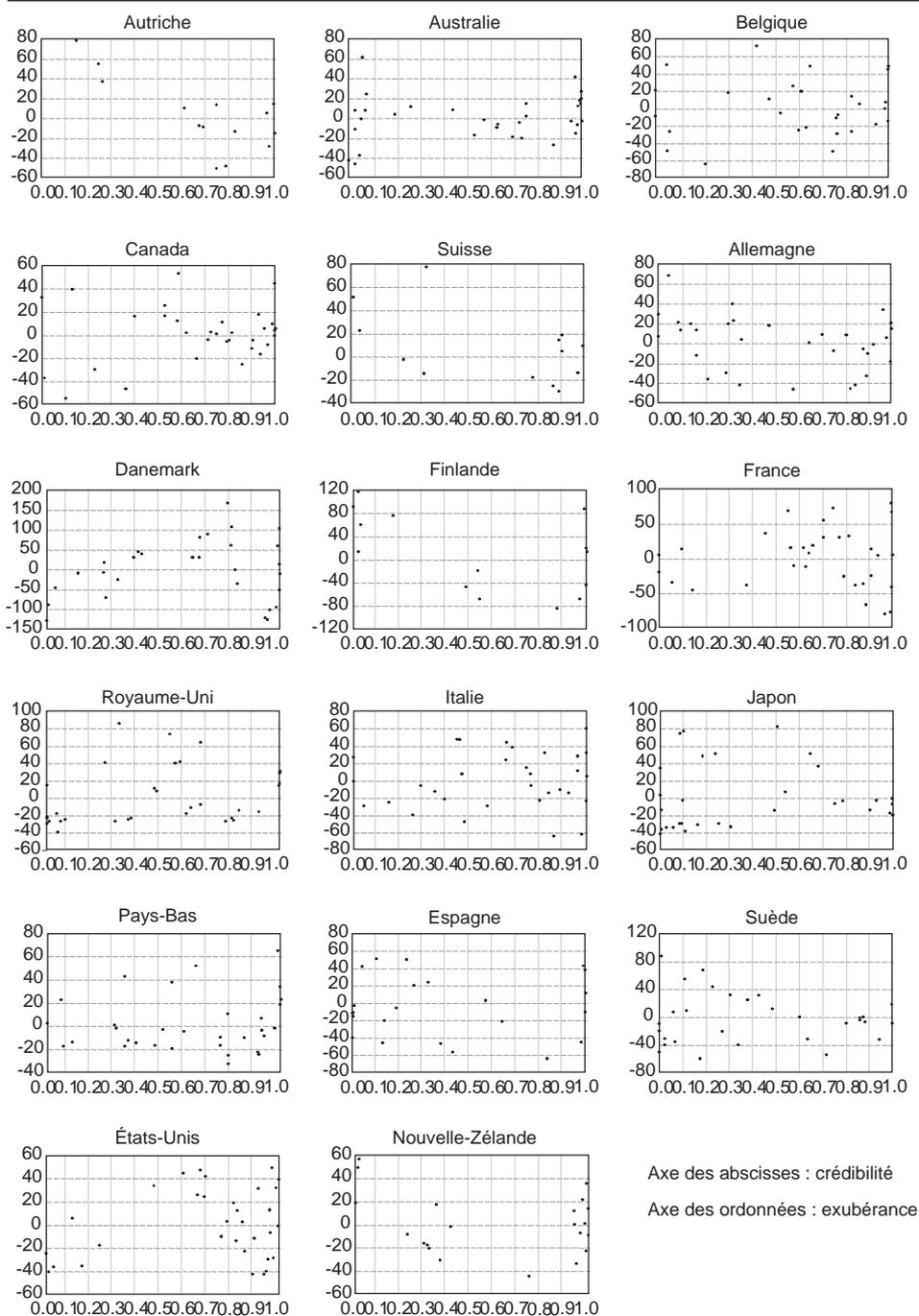
Graphique 3
Indicateur de crédibilité et inflation



3.2. Les résultats

Une première mise en évidence graphique des évolutions simultanées des deux indicateurs de crédibilité de la politique monétaire et de fragilité financière pays par pays ne permet guère de conclure en faveur de l'hypothèse d'un paradoxe de la crédibilité, au moins si l'on considère l'ensemble de la période de disponibilité des données. Une relation décroissante ou croissante entre les deux indicateurs — tendant donc à, respectivement, invalider ou conforter l'hypothèse — semble se dessiner toutefois pour certains pays (cf. graphique 4).

Graphique 4
Éxubérance macrofinancière en fonction de la crédibilité
dans dix-sept pays industrialisés
 Données annuelles – période 1970-2001



Une autre approche classique consiste à réaliser une coupe transversale, en associant à chaque pays les valeurs moyennes prises par les deux variables d'intérêt sur une période donnée (cf. Alesina et Summers, 1993, par exemple). On effectue cette visualisation pour l'ensemble de la dernière décennie ainsi qu'à partir de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, soit la période qui correspond à

l'épisode de la « nouvelle économie » et au début de la correction boursière après l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques. Les résultats ne permettent guère plus de trancher (sur la base d'un échantillon de seize pays). Les nuages de points sont en effet très dispersés (valeurs faibles des R^2) et la pente des droites de régression ajustées aux nuages n'est pas significativement différente de zéro (cf. graphique 5 et tableau 1) ²⁵.

Graphique 5

Crédibilité et exubérance macrofinancière

Analyse en coupe transversale pour seize pays industrialisés

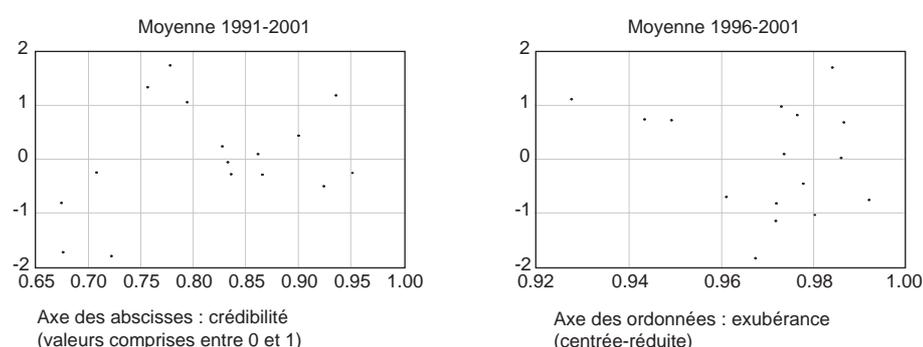


Tableau 1

Étude en coupe transversale : résultat des régressions

Période	1991-2001	1996-2001
	Variable dépendante : exubérance (centrée-réduite)	
Constante	- 3,07 (- 1,34)	13,27 (0,91)
Crédibilité	3,76 (1,35)	- 13,63 (- 0,91)
R^2 ajusté	0,12	0,06
DW	1,89	2,20

NB : les *t* de Student sont présentés entre parenthèses.

Un prolongement logique de cette première étude en coupe transversale consisterait à exploiter l'ensemble de la base de données réalisée et à mettre en œuvre des techniques de régression sur données de panel. Des premières tentatives en ce sens avec une base cylindrique de quinze pays sur onze années, incluant parmi les variables explicatives de l'exubérance un écart de PIB — censé capter l'effet du cycle économique — et une mesure du rendement excédentaire du marché boursier retardé d'une période à côté de l'indicateur de crédibilité, ne se sont pas avérées concluantes, le modèle étant manifestement trop imparfaitement spécifié ²⁶. Pour aller plus loin et, notamment, espérer lever l'obstacle de variables explicatives omises, il faudrait d'abord s'efforcer de formaliser un modèle théorique incorporant explicitement un effet « paradoxe de la crédibilité », ce qui dépasse le cadre de ce travail.

²⁵ Le Danemark, qui constituait un « point aberrant » évident sur ces deux graphiques, a été retiré de l'échantillon.

²⁶ Un test de Breusch Godfrey sur les résidus de la régression avec effets fixes a montré que ceux-ci étaient significativement auto-corrélés, ce qui invalide le modèle estimé.

4. Conclusion

Au terme de près de deux décennies d'engagement anti-inflationniste des banques centrales, les pays développés semblent aujourd'hui entrés dans un régime d'inflation plus basse qu'auparavant²⁷. Une telle situation est généralement considérée comme bénéfique, le maintien de la stabilité des prix sur le moyen/long terme apparaissant comme la meilleure contribution possible de la politique monétaire à une croissance de l'économie durable et non inflationniste²⁸. Pour autant, la maîtrise accrue de l'inflation ne s'est pas accompagnée d'une réduction visible des épisodes de fragilité, voire d'instabilité, financière. Au contraire, la comparaison du dernier quart du XX^e siècle avec les périodes antérieures montre que la fréquence des crises bancaires et de change dans le monde de 1973 à 1997 a été deux fois supérieure à celle de l'âge classique de l'étalon-or (1870-1913) et de l'ère de Bretton Woods (1945-1971). Du point de vue de la fréquence des crises, la période récente ne serait donc comparable qu'à celle, particulièrement troublée, de l'entre-deux-guerres²⁹.

En Europe, plusieurs banquiers centraux se sont exprimés sur la mise en cause récente par certains auteurs de la conception traditionnelle de la relation entre stabilité des prix et stabilité financière, critique résumée dans le concept de « paradoxe de la crédibilité »³⁰. Ces prises de position convergentes paraissent définir les contours d'une meilleure articulation des deux objectifs en pratique. Tout d'abord, un environnement de stabilité des prix ne relègue pas la question de l'instabilité financière à un rang tel que la banque centrale puisse s'en désintéresser. Dans le même temps, la stabilité des prix demeure une condition nécessaire de la stabilité financière, même si cette condition n'est certainement pas suffisante, ainsi que l'a montré l'expérience du Japon à la fin des années quatre-vingt comme celle des États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix. Sur la base de cette expérience, les banquiers centraux semblent, dans l'ensemble, enclins à considérer qu'une politique monétaire visant la stabilité des prix à moyen terme doit pouvoir accepter de déroger occasionnellement à court terme à ce qu'imposerait une stratégie d'objectif d'inflation stricte³¹. Enfin, les banques centrales tendent à souligner la nécessité de se doter d'outils de diagnostic macrofinancier susceptibles de pallier la diminution du contenu en information des indicateurs avancés traditionnels de l'inflation.

Si, comme le suggère cette étude, la mise en évidence empirique d'un quelconque « paradoxe de la crédibilité » demeure difficile, le débat que cette hypothèse continue de susciter ne peut que contribuer positivement à l'effort des banques centrales pour adapter leur stratégie et leur pratique de politique monétaire aux défis d'une économie en mutation³².

²⁷ Cf. Borio et al. (2003) pour une présentation des principaux faits stylisés

²⁸ Cf. Svensson (2003)

²⁹ Cf. Bordo, Eichengreen, Klingebiel et Martinez-Peria (2001)

³⁰ Notamment Gjedrem (2003), Issing (2002), Padoa-Schioppa (2003), Trichet (2002)

³¹ Cf., notamment, Issing (2002)

³² Pour reprendre le titre de la dernière édition de la Conférence de Jackson Hole organisée par la Réserve fédérale de Kansas City, « *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy* » (cf. le site www.kc.frb.org/public/sympo/2003/symp03prg.htm)

Les données

Les données de PIB, de prix à la consommation, de taux d'intérêt nominal à long terme ainsi que de cours des actions sont principalement tirées de la base International Financial Statistics (IFS) du Fonds monétaire international (FMI) (codes 99b ou 99b.c, 64, 61 et 62). Les séries de taux de l'Autriche et de la Suède sont prolongées, respectivement, avant 1988 et 1987 par des séries de rendement des obligations d'État à long terme tirées de la base Datastream. La source de la série de taux d'intérêt de la Finlande est également Datastream. Pour l'Autriche, la Belgique, le Danemark et le Royaume-Uni (FT30), les séries d'indices boursiers retenues sont les séries historiques fournies par Datastream.

Les séries de crédit au secteur privé proviennent de la Banque centrale européenne (BCE) pour les pays de la zone euro après 1980 et sont rétropolées pour les années 1970 sur la base des séries IFS correspondantes (code 32d) ou des séries historiques de la base de la BRI (pour la Belgique et la France). La source est la base BRI, qui reprend diverses sources nationales, pour les séries de crédit des États-Unis, du Canada et de la Nouvelle-Zélande et IFS pour l'Australie, le Danemark, la Suisse, le Royaume-Uni (code 32d) et la Suède (code 52d). La rupture affectant la série britannique en 1985-1986 est corrigée sur la base d'une série de contrepartie de l'agrégat M4 fournie par la BRI.

Les séries de prix de l'immobilier résidentiel sur l'intégralité de la période 1970-2001 sont reprises de la base de données de l'article de Bordo et Jeanne (2002), qui m'ont été gracieusement fournies par Olivier Jeanne, à l'exception de l'Autriche, pays non couvert par cette étude. Pour ce dernier pays, les données sont tirées de la base de la BRI et disponibles sur 1988-2001 seulement.

Indicateurs de *booms* et de *krachs*

Comme dans Bordo et Jeanne (2002), une expansion anormalement rapide (respectivement : un *krach*) sur le marché d'un actif est détecté pour l'année t si le glissement annuel du prix réel de l'actif considéré — *i.e.* corrigé du glissement des prix à la consommation — est supérieur/inférieur, en moyenne mobile sur les trois années de $t-2$ à t , à un seuil donné, calculé sur la base des valeurs prises par ce glissement annuel pour l'ensemble des pays de l'échantillon sur l'ensemble de la période 1971-2001. Le seuil correspond à la moyenne de ce glissement, augmentée ou diminuée d'un écart-type dans le cas des prix de l'immobilier et de 0,9 écart-type dans celui des cours boursiers¹. Les valeurs utilisées pour déterminer ces seuils sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Taux de croissance, moyenne annuelle (en %)	Prix des logements (réel)	Prix des actions (réel)
Moyenne	1,75	4,49
Écart-type	7,86	22,47
Seuil des <i>booms</i>	9,61	24,73
Seuil des <i>krachs</i>	- 6,11	- 15,73

¹ Les données de prix immobiliers de l'Autriche sont exclues de l'échantillon compte-tenu de la brièveté de la série.

La sélection de pays retenue ici n'étant pas la même que celle de Bordo et Jeanne, les seuils affichés pour déterminer les épisodes extrêmes sont légèrement différents et les épisodes de *booms* et de *krachs* mis en évidence ne se recouvrent pas totalement dans les deux études. Toutefois, une comparaison des résultats pays par pays quand elle est possible confirme une large convergence des diagnostics.

Indicateur de crédibilité

Pour chaque pays (j) de l'échantillon, l'indicateur est obtenu par transformation du taux d'intérêt nominal à long terme $R_{j,t}$, les valeurs minimales et maximales $R_{j,min}$ et $R_{j,max}$ correspondant aux *extrema* de cette variable pour ce pays sur la période de disponibilité des données :

$$Cr_{j,t} = \frac{(R_{j,t} - R_{j,max})^2}{(R_{j,t} - R_{j,max})^2 + (R_{j,t} - R_{j,min})^2}$$

Indicateur d'exubérance macrofinancière

L'indicateur est construit comme la moyenne pondérée suivante :

$$FF_{j,t} = \frac{1}{3} \left[\frac{(l_{j,t} - l_{j,t}^*)}{\sigma_l} + \frac{(ph_{j,t} - ph_{j,t}^*)}{\sigma_{ph}} + \frac{(s_{j,t} - s_{j,t}^*)}{\sigma_s} \right]$$

où les variables l , ph , s , représentent respectivement le ratio de l'encours du crédit au secteur privé rapporté au PIB, l'indice en base 1995 du prix des logements et l'indice en base 1995 du cours des actions (tous deux déflatés de l'indice des prix à la consommation). L'astérisque caractérise la tendance de la variable considérée, extraite par un filtre HP ($\lambda = 200$). Chaque écart à la tendance est divisé par sa volatilité estimée sur l'ensemble de la période, de façon à corriger l'impact des différences de volatilité des trois séries (standardisation).

Bibliographie

Alesina (A.) et Summers (L.H.) (1993) : « *Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence* », *Journal of Money, Credit and Banking*, May

Banque des règlements internationaux (1998) : « *Implications of structural change for the nature of systemic risk* », Bâle

Ball (L.) (1994) : « *What determines the sacrifice ratio?* », Mankiw N. G. (eds), *Monetary Policy*, University of Chicago Press

Bergman (U.) et Hansen (J.) (2002) : « *Financial stability and monetary policy: The Swedish evidence* », Sveriges Riskbank WP Series, n° 137, June

Bernanke (B. S.) (2002) : « *Assets price bubbles and monetary policy* », Remarks By Governor Ben S. Bernanke before the New York Chapter of the National Association for Business Economists, New York, 15 October 2002

Bernanke (B. S.) et Gertler (M.) (2001) : « *Should central banks respond to movements in asset prices?* », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 91, August, 253-257

Bernanke (B. S.) et Gertler (M.) (1999) : « *Monetary policy and asset market volatility* », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84, Fourth quarter, p. 17-52

Bernanke (B. S.), Gertler (M.) et Gilchrist (S.) (1999) : « *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework* », Taylor (J.) and Woodford (M.) (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam

Bernanke (B.S.) et Gertler (M.) (1995) : « *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission* », *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), Fall, p. 27-48

Bernanke (B.S.) (1983) : « *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression* », *American Economic Review*, n° 73, June, p. 257-276

Blinder (A.) (1999) : « *General discussion: Monetary policy and asset price volatility* », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, n° 4, p. 139-140

Bordo (M.), Dueker (M.) et Wheelock (D.) (2003) : « *Aggregate price shocks and financial stability: The UK 1796-1999* », *Explorations in economic history*, Vol. 40, n° 2, April, p. 143-169 (également : NBER WP, n° 8583, November 2001)

Bordo (M.), Dueker (M.) et Wheelock (D.) (2001) : « *Aggregate price shocks and financial instability: A historical analysis* », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper*, n° 2000-05B

Bordo (M.) et Jeanne (O.) (2002) : « *Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy* », NBER WP, n° 8966, May

Bordo (M.), Eichengreen (B.), Klingebiel (D.) et Martinez-Peria (M.S.) (2001) : « *Is the crisis problem growing more severe?* », *Economic Policy*, n° 32, p. 51-82, April

Bordo (M.) et Wheelock (D.) (1998) : « *Price stability and financial stability: The historical record* », *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, Sep/Oct., 41-62

Borio (C.), English (B.) et Filardo (A.) (2003) : « *A tale of two perspectives: Old or new challenges for monetary policy* », *BIS Working Papers*, n° 127.

Borio (C.) et Lowe (P.) (2002a) : « *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus* », *BIS Working Papers*, n° 114

Borio (C.) et Lowe (P.) (2002b) : « *Assessing the risk of banking crises* », *BIS Quarterly Review*, December 2002

Castelnuovo (E.), Nicoletti Altimari (S.) et Rodriguez-Palenzuela (D.) (2003) : « *Definition of price stability, range and point inflation targets: The anchoring of long-term inflation expectations* », BCE, mai, (www.ecb.int)

Cecchetti (S.), Genberg (H.), Lipsky (J.) et Wadhvani (S.) (2000) : « *Asset prices and central bank policy* » *ICMB/CEPR Report*, n° 2

Clarida (R.), Gali (J.) et Gertler (M.) (1999) : « *The science of monetary policy: A new Keynesian perspective* », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, December, p. 1661-1707

Clerc (L.) et Pfister (C.) (2002), « Le rôle des facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 108, décembre

Clerc (L.) (2001), « Le cycle du crédit, une revue de la littérature », *Bulletin de la Banque de France*, n° 94, octobre

Dupor (B.) (2002) : « *Nominal price versus asset price stabilisation* », Wharton School, August, mimeo

Eichengreen (B.) et Mitchener (K.) (2003) : « *The Great Depression as a credit boom gone wrong* », *mimeo*, papier présenté à la Conférence annuelle de recherche de la BRI, Bâle, 28-29 Mars 2003

Fazzari (S.M.) (1999) : « *Minsky and the mainstream: Has recent research rediscovered financial keynesianism?* », Jerome Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper* n° 278, August

Fisher (I.) (1933) : « *The Debt-deflation theory of great depressions* », *Econometrica*, 1, p. 337-357

Fisher (I.) (1932) : « *Booms and depressions* », New York, Adelphi Company

Gerlach-Kristen (P.) (2003) : « *Interest rate reaction functions and the Taylor rule in the Euro area* », *ECB Working Paper* N° 258, September

Gjedrem (S.) (2003) : « *Financial stability, asset prices and monetary policy* », Address by the Governor of Norges Bank at the Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management, 3 June 2003

Gonzalez-Hermosillo (B.) et Ito (T.) (1997) : « *The Bank of Canada's policy framework: Have recent changes enhanced central bank credibility?* », *IMF Working Paper* n° 97/171, December

Goodfriend (M.) (2001) : « *Financial stability, deflation and monetary policy* », *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Special Edition, February

Goodfriend (M.) (1993) : « *Interest rate policy and the inflation scare problem* », *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 79, Winter, p. 1-24

Issing (O.) (2002) : « *Why stable prices and stable markets are important and how they fit together?* », First Conference of the Monetary Stability Foundation, 5 December 2002

Laidler (D.) (2003) : « *The price level, relative prices, and economic stability: Aspects of the inter-war debate* », mimeo, papier présenté à la Conférence annuelle de recherche de la BRI, Bâle, 28-29 Mars 2003

Laxton (D.) et N'Diaye (P.) (2002) : « *Monetary policy credibility and the unemployment-inflation trade-off: Some evidence for 17 industrial countries* », *IMF Working Paper*, n° 02/220, December

Lucas (R.) (1972) : « *Expectations and the neutrality of money* », *Journal of Economic Theory*, April

Minsky (H. P.) (1982) : « *Can « it » happen again: Essays on instability and finance* », Armonk, ME Sharpe

Minsky (H.P.) (1975) : « *John Maynard Keynes* », New York, Columbia University Press

Mourougane (A.) (1997) : « *Crédibilité, indépendance et politique monétaire : une revue de littérature* », INSEE, Document de travail de la DESE, n° G9721, octobre

Oosterloo (S.) et De Hann (J.) (2003) : « *An institutional framework for financial stability* », mimeo, University of Groningen, janvier

Orléan (A.) (éd.) (1994) : « *Analyse économique des conventions* », Paris, PUF, Économie

Orphanides (A.) et Williams (J.) (2002) : « *Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy* », mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, May

Padoa-Schioppa (T.) (2003) : « *Central banks and financial stability: Exploring a land in between* », in *The transformation of the European financial system, proceedings of the Second ECB Central Banking Conference*, October 2002

Schwartz (A.) (2002) : « *Asset price inflation and monetary policy* », *NBER WP*, n° 9321, November

Schwartz (A.) (1995) : « *Why financial stability depends on price stability?* », *Economic Affairs*, 21-25

Svensson (L.E.O.) (2003) : « *Monetary policy and real stabilization* », *NBER Working Paper* n° 9486, February

Taylor (J.B.) (2000) : « *Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms* », *European Economic Review*, Vol. 44, p. 1389-1408

Trichet (J.C.) (2002) : « *Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 102, juin

Tsomocos (D.P.) (2003) : « *Equilibrium analysis, banking, contagion and financial fragility* », *Bank of England Working Paper*, n° 175

Viñals (J.) (2001) : « *Monetary policy issues in a low inflation environment* », Garcia Herrero (A.) *et alii* (eds.), *Why Price stability ?* BCE

Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ?

Un excès d'endettement constitue un risque pour une entreprise. Confrontée à l'imprévu, celle-ci risque de ne pouvoir faire face à ses remboursements et se retrouver en situation de faillite. Du point de vue du créancier, un excès d'endettement par rapport aux fonds propres peut, pour cette même raison, conduire à augmenter la prime de risque exigée, le coût du financement pour l'entreprise se trouvant de ce fait relevé.

Porter un jugement, de nature macroéconomique, sur l'endettement global de l'ensemble des entreprises françaises est rendu complexe par la multiplication des indicateurs disponibles et les conclusions parfois différentes auxquelles ils peuvent conduire.

On peut tout d'abord définir à partir des données des comptes nationaux trois champs potentiellement pertinents concernant les créanciers — du plus étroit au plus large — qui éclairent différents aspects du financement des entreprises :

- le champ le plus étroit comprend les dettes vis-à-vis du secteur financier (dette bancaire) et les titres émis hors actions ; l'indicateur correspondant, l'« endettement financier brut », ignore donc les dettes contractées par les entreprises auprès d'autres entreprises, qu'elles soient françaises ou étrangères ;*
- un champ intermédiaire comprend l'ensemble des dettes des entreprises françaises vis-à-vis des autres secteurs institutionnels de la comptabilité nationale ; l'indicateur correspondant, l'« endettement brut consolidé », inclut donc, au contraire du premier, les dettes contractées par des entreprises françaises auprès d'entreprises étrangères ;*
- le champ le plus large comprend l'ensemble des dettes inscrites au passif des entreprises françaises ; l'indicateur correspondant, l'« endettement brut non consolidé », est la simple agrégation de l'endettement brut de l'ensemble des entreprises françaises, puisqu'il inclut l'ensemble des dettes auprès d'autres entreprises, françaises ou étrangères ; il mesure l'endettement maximum dans un contexte de liquidation.*

NB : Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction de la Prévision et de l'Analyse économique et de la direction des Études et des Statistiques monétaires de la Banque de France. Il ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et de la Banque de France.

Pour être interprétées, ces différentes mesures de la dette doivent par ailleurs être rapportées :

- à la valeur ajoutée ou à l'excédent brut d'exploitation, si on veut mesurer la capacité instantanée de remboursement de la dette et donc la soutenabilité de l'endettement ;
- aux fonds propres au coût historique, si on veut évaluer le risque pesant sur les comptes des créanciers en cas de faillite de l'entreprise ;
- aux fonds propres au prix de marché, si on veut évaluer la capacité de remboursement future de la dette, telle qu'appréciée par les marchés.

Il ressort de la construction de ces différents types de ratios sur la France que, dans un contexte de forte hausse de l'endettement depuis 1999 :

- les déséquilibres de bilan (entre dette et fonds propres) restent plus modérés que ceux du début des années quatre-vingt-dix, les entreprises françaises ayant augmenté leurs fonds propres ;
- la dette, au regard des flux de revenu des entreprises, apparaît plus élevée qu'au début des années quatre-vingt-dix lorsque sont pris en compte les crédits intragroupe, mais reste en deçà lorsqu'ils sont exclus.

Au total, on peut penser qu'au-delà des déséquilibres de bilans qui ont affecté certaines — grandes — entreprises, la période récente se caractérise aussi, et surtout, par l'accroissement de la taille globale des bilans au regard des revenus d'exploitation. Ce phénomène, qui recouvre essentiellement la croissance des actifs financiers et des dettes intragroupes, pourrait trouver son origine dans le mouvement massif de fusions-acquisitions de la fin des années quatre-vingt-dix.

En raison de nombreuses différences de données, les comparaisons internationales d'indicateurs d'endettement devraient se limiter à celles du ratio endettement financier brut/PIB.

Dominique DURANT
Banque de France
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Études et Statistiques des Opérations financières
Élie GIRARD
Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie
Direction de la Prévision et de l'Analyse économique
Bureau Prévision France

1. Comment mesurer l'endettement des entreprises françaises ?

Dans les comptes nationaux financiers, le passif des sociétés non financières résidentes (qu'on appellera pour simplifier « entreprises françaises ») comprend essentiellement les actions émises par les entreprises, les titres de dette émis (titres de créance négociables et obligations), les emprunts auprès des banques, les emprunts auprès des agents non financiers et les dettes commerciales envers les fournisseurs (cf. annexe). Ces dernières sont exclues de toutes les mesures de l'endettement considérées ici, du fait de leur lien avec l'exploitation et non avec l'investissement.

Contrairement à l'autofinancement et au financement par fonds propres (actions et autres participations), le financement par endettement impose aux entreprises d'effectuer des versements périodiques — remboursement du capital et versement des intérêts — qui ne peuvent être modulés en fonction de leurs revenus d'exploitation et financiers. En cas de choc défavorable non anticipé, l'entreprise peut ainsi se retrouver dans l'incapacité d'effectuer ces versements et se retrouver en situation de faillite. Avant d'en arriver à cette extrémité, l'entreprise endettée qui fait face à un tel choc peut également réduire ses dépenses (investissement, emploi...) pour se prémunir contre le risque d'une nouvelle dégradation de ses comptes. Au niveau macroéconomique, un endettement élevé peut ainsi conduire, par le biais des comportements d'investissement et d'emploi, à amplifier les effets d'un choc défavorable.

Pour mesurer, au niveau macroéconomique, l'endettement des entreprises françaises, il faut d'abord préciser quel type de créancier considérer.

Trois approches sont possibles, selon le périmètre retenu pour définir les créanciers :

- si l'on s'intéresse uniquement aux dettes des entreprises françaises vis-à-vis des agents économiques autres que les entreprises, on obtient l'*endettement financier brut* (somme des emprunts bancaires et des titres émis, hors actions) ;
- si l'on veut refléter l'ensemble des dettes inscrites au passif des entreprises françaises — y compris les dettes vis-à-vis d'autres entreprises, notamment les dettes intragroupes — on obtient l'*endettement brut non consolidé* ;
- si l'on veut mesurer l'endettement des entreprises françaises vis-à-vis des autres secteurs institutionnels — dettes vis-à-vis du secteur financier et du reste du monde, *i.e.* vis-à-vis d'entreprises non résidentes — on obtient l'*endettement brut consolidé*.

En pratique, ces trois mesures d'endettement brut diffèrent principalement par le traitement des dettes intragroupes¹. Alors que, en comptabilité privée, les comptes consolidés d'un groupe suppriment les emprunts qui figurent à la fois à l'actif et au passif du groupe, la comptabilité nationale ne procède pas à une telle consolidation.

L'objectif de l'*endettement brut consolidé* est avant tout de construire un indicateur de la dette des entreprises françaises envers les autres secteurs et compatible avec les grandeurs de flux de la comptabilité nationale, telles que la valeur ajoutée ou l'excédent brut d'exploitation. Il consolide donc les dettes entre entreprises résidentes, mais inclut les dettes des entreprises résidentes envers des entreprises non résidentes. On élimine ainsi les « doubles comptes » : lorsqu'une entreprise française emprunte auprès d'une autre (sa maison mère par exemple) et que cette dernière a elle-même emprunté les fonds auprès d'une banque, cette dernière dette est déjà comptabilisée au passif d'une entreprise française (la maison mère) et donc dans l'endettement financier brut.

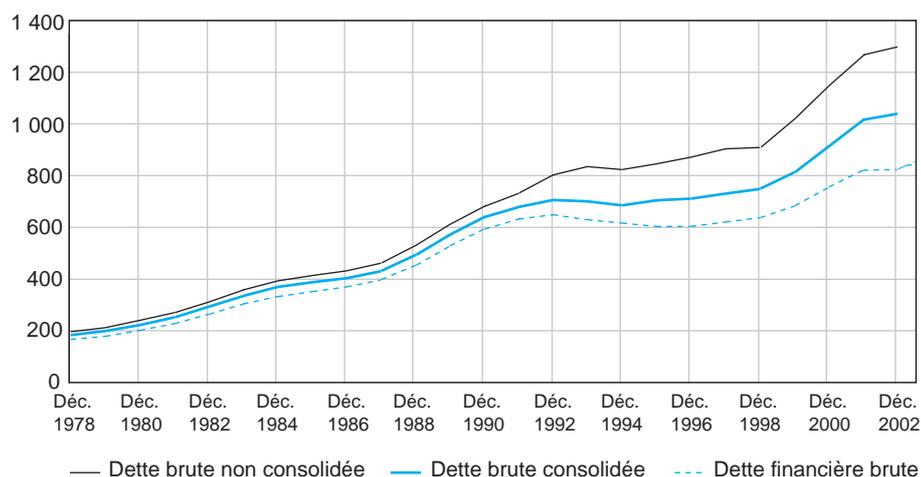
La prise en compte dans l'*endettement brut non consolidé* des dettes intragroupe franco-françaises (entre entreprises résidentes) fournit, quant à elle, rapportée au nombre d'entreprises, une mesure de la dette moyenne des entreprises résidentes. L'*endettement financier brut* revient à consolider tous les crédits interentreprises et donc l'essentiel des dettes intragroupes. Il n'introduit donc pas de distinction entre les dettes intragroupes franco-françaises et les dettes transfrontalières.

La construction d'un *endettement net* à partir de la dette brute par déduction d'éléments d'actif permettrait de mieux apprécier les problèmes de liquidité en comparant directement les dettes aux éléments d'actif susceptibles — par leur vente — de les rembourser. Mais la construction d'un tel indicateur n'est légitime que si les actifs sont parfaitement liquides et immédiatement disponibles pour rembourser les dettes. Une telle approche nécessiterait donc de classer les différents éléments d'actif selon leur liquidité, leur terme et leur risque. Celle-ci n'est pas retenue ici. Mais la dette n'est qu'un des éléments du bilan des entreprises et l'appréciation de leur situation financière doit évidemment tenir compte des évolutions de l'ensemble du bilan et du compte d'exploitation qui informent sur l'utilisation qui a été faite de la dette. Ainsi, au cours des deux dernières décennies, la valeur des actifs financiers détenus par les entreprises a crû encore plus rapidement que l'endettement.

¹ La dette des sociétés non financières sous forme d'emprunts auprès des agents non financiers, nette des créances du même type, est négligeable (0,6 % de la valeur ajoutée en 2001).

Graphique 1
Trois indicateurs de la dette des sociétés non financières françaises

(en milliards d'euros)



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

L'endettement des entreprises croît rapidement entre 1987 et 1993 et entre 1998 et 2001 puis ralentit en 2002 quel que soit l'indicateur retenu (cf. graphique 1). Cette évolution est fortement corrélée à celle de l'activité. Les années 1998 à 2001 ayant été des périodes de conjoncture favorable, les entreprises ont emprunté pour financer des projets d'investissement. Le renversement de la conjoncture en 2002 a, au contraire, limité le recours à l'endettement.

L'écart entre les différents indicateurs reflète la forte progression des crédits intragroupes, notamment imputable au développement des opérations de fusion-acquisition². De nombreux groupes étant transfrontaliers, ces opérations ont, en particulier, donné lieu à une forte croissance des emprunts auprès des agents non financiers du reste du monde.

2. À quelles grandeurs macroéconomiques rapporter la dette des entreprises françaises ?

On dispose à ce stade de trois indicateurs macroéconomiques de la dette des sociétés non financières françaises. De telles mesures peuvent être utilement interprétées au regard de grandeurs macroéconomiques de flux ou de stock représentatives des sociétés non financières. On présente ci-après trois approches : la dette en part de valeur ajoutée, la dette par rapport aux fonds propres au coût historique et la dette par rapport aux fonds propres à la valeur de marché.

² Peuvent également y avoir contribué le développement des techniques de gestion centralisée de la trésorerie. Ces techniques consistent, au sein d'un groupe d'entreprises, à centraliser quotidiennement les excédents de trésorerie sur un compte géré le plus souvent chez la société mère par le trésorier du groupe. Les sociétés déficitaires en trésorerie se financent grâce au solde de ce compte. Par ailleurs, l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue ne s'appliquant pas aux comptes des non résidents, un groupe français peut avoir intérêt à faire gérer sa trésorerie par une affiliée de droit étranger.

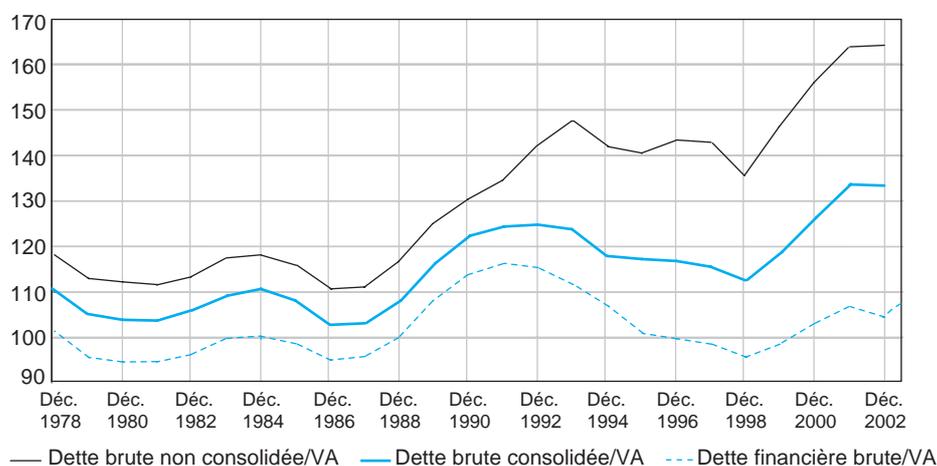
2.1. Dette/valeur ajoutée

Tout d'abord, l'encours de dette des entreprises peut être rapporté à une grandeur macroéconomique de flux du type valeur ajoutée, excédent brut d'exploitation ou même PIB. Les indicateurs ainsi construits sont difficilement interprétables en niveau : formellement, les ratios obtenus correspondent à la durée, en années, nécessaire au remboursement intégral de la dette des entreprises si on lui consacrait, respectivement, l'ensemble de leur valeur ajoutée, l'ensemble de leur marge d'exploitation ou l'ensemble du revenu de l'économie, y compris la valeur ajoutée des administrations publiques, des sociétés financières et des ménages, ce qui correspond à des scénarios largement théoriques, mais donne une idée de la soutenabilité de l'endettement dans la durée.

Un ratio de ce type ne permet pas à lui seul d'anticiper les tensions sur la liquidité, voire les contraintes de solvabilité, rencontrées par les entreprises du fait du remboursement de la dette et de la charge d'intérêts qu'elle génère. L'observation du passé permet cependant de définir des seuils « d'alerte » au-delà desquels les entreprises dans leur ensemble commencent à éprouver des difficultés et voient leur risque de défaut s'accroître. Ces seuils doivent être déterminés avec prudence en fonction de la position dans le cycle et des perspectives d'évolution des conditions de financement.

Graphique 2
Dette/valeur ajoutée des sociétés non financières françaises

(en %)



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Insee, Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

Le graphique 2 représente les trois indicateurs de dette précédents rapportés à la valeur ajoutée. Les trois courbes s'accordent sur la forte croissance de la part de la dette dans la valeur ajoutée entre 1998 et 2001 et sa stabilisation ou sa baisse — selon l'indicateur considéré — à partir de 2002. Toutefois, l'endettement financier brut des sociétés non financières par rapport à leur valeur ajoutée reste inférieur aux niveaux atteints au début des années quatre-vingt-dix. Ainsi, c'est la croissance de l'endettement intragroupe qui a conduit à une augmentation plus marquée de l'endettement total.

2.2. Dette/valeur de marché des fonds propres

La valeur de marché d'une société peut s'écrire comme la somme actualisée des flux de revenus anticipés (formule de Gordon et Shapiro). Dès lors, le ratio dette/fonds propres à la valeur de marché compare la masse de dette au flux de revenus futurs anticipés et donne, par ce biais, une indication de l'opinion prévalant sur les marchés quant aux facultés des entreprises à rembourser à l'avenir leur dette et la charge d'intérêts associée. Cet indicateur se rapproche de l'indicateur dette/valeur ajoutée en ce sens qu'il compare la dette à l'activité de l'entreprise qui va lui permettre les remboursements ; en revanche, il se différencie de ce dernier indicateur en tenant compte des anticipations de revenus futurs.

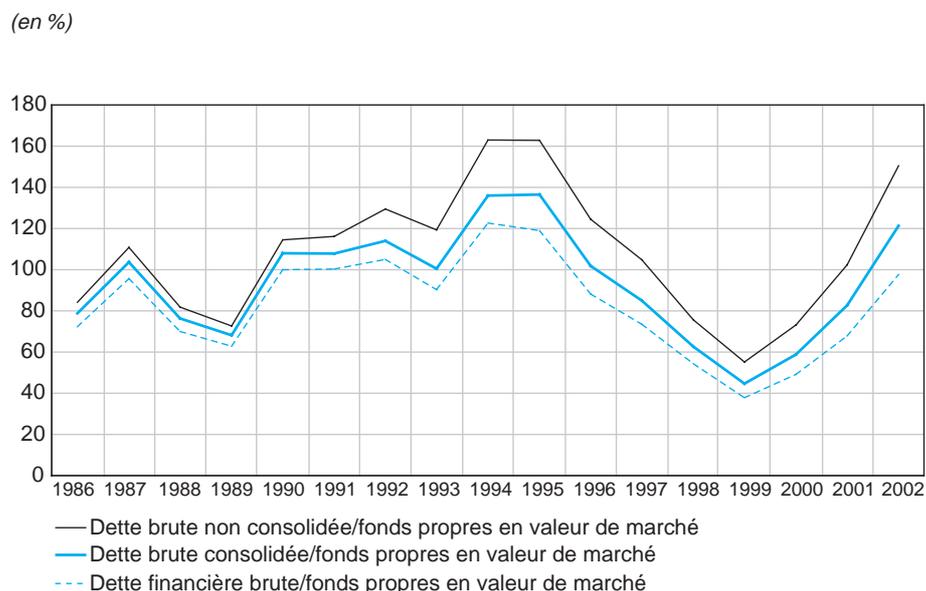
Il convient de garder à l'esprit que tout indicateur fondé sur la valeur des actions de l'ensemble des entreprises est biaisé par le caractère inévitablement conventionnel de la valorisation des actions non cotées et des autres participations³. Par ailleurs, le ratio précédent a pour limite celle de la formule de Gordon et Shapiro elle-même : cette formule suppose un équilibre rationnel sur le marché des actions (en particulier, les acheteurs se fondent sur des prévisions rationnelles de revenus) ; par conséquent, elle ne peut prendre en compte correctement les phénomènes de « bulles spéculatives » et leur éclatement subséquent.

Les causes des fluctuations de ce ratio doivent être analysées avec prudence. Il existe, en effet, un système de relations complexes entre l'évolution des comportements d'endettement et celle des cours boursiers. Tout d'abord, l'augmentation des cours de bourse constitue pour les entreprises une incitation à procéder à des augmentations de capital : toutes choses égales par ailleurs, la vente d'un droit sur les bénéfices futurs permet à l'entreprise de collecter un montant d'autant plus important, sous forme de prime d'émission, que les cours sont plus élevés. On s'attend donc à ce que les fonds propres viennent se substituer à l'endettement, ce qui aura pour effet d'amplifier la baisse du ratio dette/fonds propres en valeur de marché induite par la hausse des cours.

Un autre mécanisme tend toutefois à soutenir l'endettement en période de montée des cours boursiers. Des cours boursiers élevés correspondent à des anticipations, par les marchés, de revenus des entreprises importants. Les périodes de montée des cours coïncident donc avec des périodes où les perspectives de rentabilité économique du capital sont rehaussées. Il est alors intéressant pour les entreprises de s'endetter pour accroître leur capital productif.

³ En application du SEC 95, les actions non cotées sont valorisées dans les comptes nationaux financiers français par référence aux actions cotées. En pratique, leur situation nette est multipliée par le ratio capitalisation boursière/situation nette observée chez les sociétés cotées. Les travaux actuellement en cours à Eurostat conduiront à corriger ce ratio. De nouvelles estimations seront donc fournies en base 2000. Les autres participations sont considérées par convention comme égales à la situation nette des entreprises concernées.

Graphique 3
Dette/fonds propres en valeur de marché



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.
Les fonds propres en valeur de marché sont obtenus à partir des encours des comptes nationaux de patrimoine.

Sources : Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

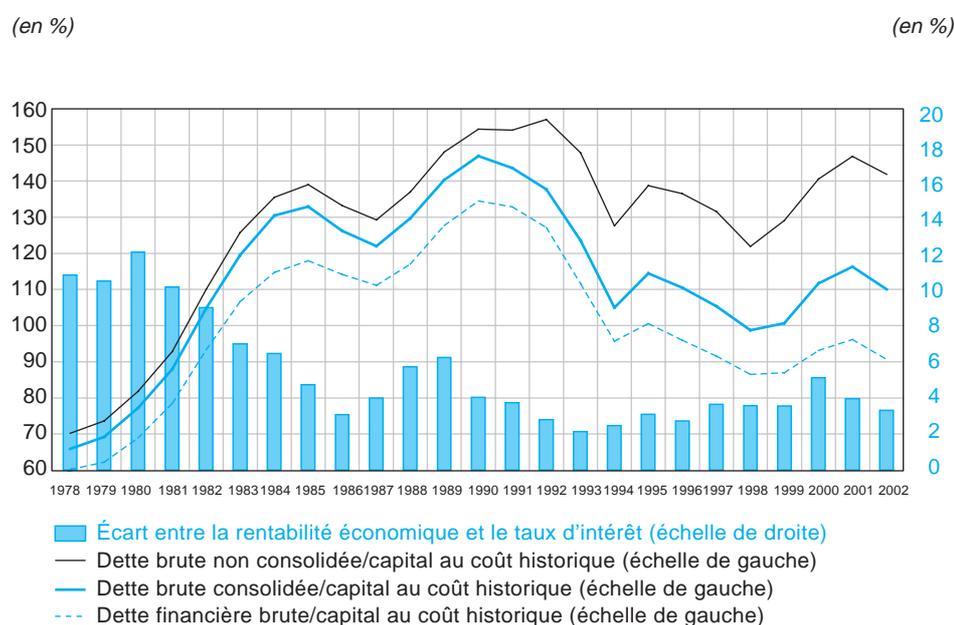
L'évolution du rapport de l'endettement à la valeur de marché des actions (cf. graphique 3) est principalement déterminée par celle du dénominateur dont la variabilité est nettement supérieure à celle du numérateur (les différences entre les trois indicateurs de dette sont ainsi largement atténuées). Ainsi, de 1996 à 1999, le ratio diminue sous l'effet de la montée des cours de bourse, suggérant que la capacité de remboursement des entreprises anticipée par les marchés boursiers s'est trouvée améliorée. À l'inverse, à partir de l'année 2000, les cours de bourse s'effondrent et la dégradation de la capacité de remboursement anticipée se manifeste par un redressement du ratio.

2.3. Dette/fonds propres au coût historique

Dans une optique prudentielle, les créanciers s'intéressent à la valeur comptable (au coût historique) des actifs de l'entreprise, diminuée des dettes. Ces fonds propres comptables donnent une indication du montant des pertes que la société peut supporter sans que le remboursement des créanciers soit remis en cause. Le ratio de dépendance financière rapporte ainsi l'endettement aux fonds propres comptables. Plus ce ratio est élevé, moins les concours accordés aux entreprises sont garantis par leurs fonds propres et plus la prime de risque payée par les entreprises sur les emprunts risque d'être élevée : c'est bien ce qu'on enregistre entre 1989 et 1993, puis à partir de 1999, périodes au cours desquelles le ratio de dépendance financière était particulièrement élevé.

L'évolution de ce ratio peut s'expliquer par les choix de financement des entreprises, c'est-à-dire les choix successifs de recourir au financement par dette ou par émission d'actions. Dans cette acception, le ratio dette/fonds propres au coût historique porte le nom de « levier » d'endettement (ou ratio de « *gearing* »). Lorsque le coût des emprunts est inférieur à la rentabilité de son exploitation (rentabilité économique)⁴ le recours à l'emprunt permet d'augmenter la rentabilité des fonds investis par les actionnaires (rentabilité financière).

Graphique 4
Dette/capital au coût historique et écart entre rentabilité économique et taux d'intérêt



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Insee - Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

Le graphique 4 affiche une augmentation du ratio dette/capital au coût historique⁵ de 1999 à 2001. Sur cette période, l'incitation à recourir à l'endettement (utilisation de l'« effet de levier ») plutôt qu'au financement par fonds propres s'est accrue, en raison d'une augmentation de l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt versé par les entreprises. En 2002, malgré la poursuite de la baisse des taux d'intérêt, l'incitation à recourir à l'endettement a été limitée par la baisse de la rentabilité économique. Pour tous les indicateurs, les taux d'endettement par rapport aux fonds propres sont restés à la fin des années quatre-vingt-dix inférieurs aux pics du début des années quatre-vingt-dix.

⁴ En théorie, ce sont à la fois le coût marginal et le rendement marginal qui sont pertinents. Faute de pouvoir les mesurer, ceux-ci sont ici remplacés par leurs valeurs moyennes.

⁵ Les comptes financiers sont élaborés en valeur de transaction, ou de marché à la date d'arrêté. Pour estimer des fonds propres au coût historique à partir des données de comptabilité nationale, on a cumulé les flux — c'est-à-dire les augmentations de capital (y compris les primes) nettes — depuis 1978. Pour éviter un double comptage, les flux portant sur les actions détenues ont été déduits.

Si tous les ratios présentés dans ce document font apparaître une augmentation du taux d'endettement à partir de 1999 — dans un contexte de bas taux d'intérêt —, il existe des différences notables entre les indicateurs :

- pour les indicateurs rapportant la dette à la valeur ajoutée, le pic de taux d'endettement de la fin des années quatre-vingt-dix est un maximum historique, sauf dans le cas de la dette financière brute, ce qui souligne une nouvelle fois le rôle important joué par la forte croissance des dettes intragroupes ;
- pour les indicateurs rapportant la dette aux fonds propres, ce pic est, au contraire, comparable ou inférieur à celui observé au début des années quatre-vingt-dix.

Ainsi, la dette des entreprises n'a pas crû de façon disproportionnée par rapport à leurs fonds propres, mais la taille globale des bilans elle-même semble avoir augmenté de façon inhabituelle par rapport aux chiffres d'affaires, du fait surtout d'une forte croissance des dettes intragroupes. Ce résultat est à rapprocher de la forte vague de fusions-acquisitions de la fin des années quatre-vingt-dix.

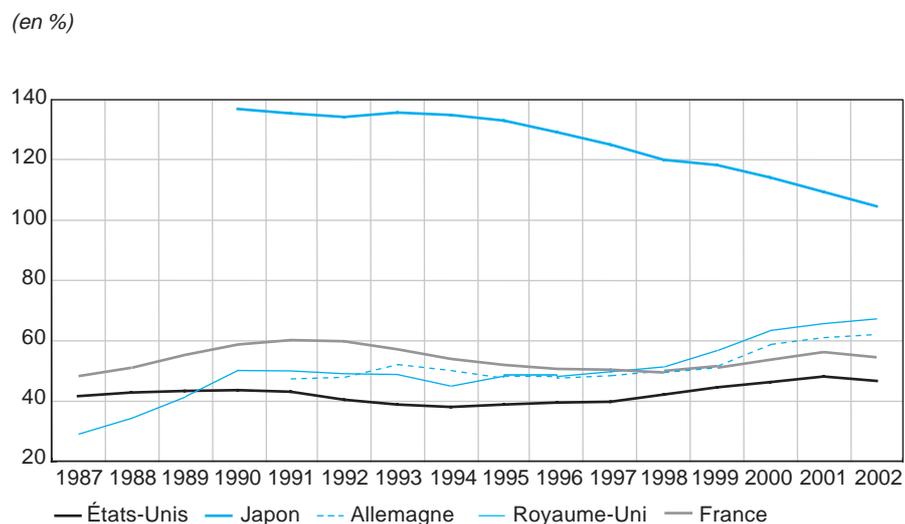
3. Comparaisons internationales

Les comparaisons internationales sont fréquemment réalisées à partir de ratios de dette financière brute/PIB. En effet :

- l'indicateur de dette financière brute est le seul qui permette de s'affranchir des problèmes de consolidation des crédits interentreprises (réalisée ou non selon les pays) : par exemple, les États-Unis publient exclusivement des comptes consolidés au niveau du secteur de comptabilité nationale (dette brute consolidée), alors que le Japon et le Royaume-Uni publient exclusivement une agrégation de comptes sociaux (dette brute non consolidée) ;
- le PIB est disponible dans des délais plus brefs et dans un plus grand nombre de pays que la valeur ajoutée des sociétés non financières (agrégat non disponible pour le Japon, par exemple) ;

Les comparaisons en niveau doivent toutefois être réalisées avec prudence, en raison des différences méthodologiques qui persistent entre pays dans la construction des agrégats.

Graphique 5
Comparaisons internationales du ratio dette financière brute/PIB



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : OCDE, Banque de France ; calculs : Banque de France

À l'exception du Japon, le ratio dette financière brute/PIB (cf. graphique 5) croît jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, puis à nouveau autour de l'année 2000, dans tous les pays considérés.

**Les différentes mesures de l'endettement
selon la nomenclature des comptes nationaux**

		Poste
Titres autres qu'actions émis par les sociétés non financières résidentes	A	+ F33 passif du S11
Emprunt des sociétés non financières résidentes auprès des institutions financières résidentes et non résidentes	B	+ F411 passif du S11 + F421 passif du S11
Dette financière brute	A + B	
Emprunts des sociétés non financières résidentes auprès des agents non financiers résidents et non résidents	C	+ F419 passif S11 + F429 passif S11
Dette brute non consolidée	A + B + C	
Prêts des sociétés non financières résidentes aux agents non financiers résidents et non résidents	D	- F419 actif S11 - F429 actif S11
Emprunts des agents non résidents auprès des agents non financiers résidents	E	+ F419 passif S20 + F429 passif S20
Dette brute consolidée	A + B + C - D + E	

La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2003

Dans un contexte de ralentissement conjoncturel, les entreprises industrielles ont dû adapter leurs capacités de production en diminuant légèrement la durée d'utilisation de leurs équipements (DUE), pour la troisième année consécutive. Ainsi, la DUE est revenue de 54,1 heures en 2002 à 53,9 heures en 2003 (- 0,4 %), selon l'enquête annuelle de la Banque de France. Ce repli s'explique par une baisse globale du taux d'utilisation des équipements et une modification de l'organisation au sein du travail en équipe. Comme l'année précédente, elle s'est accompagnée d'une réduction des effectifs.

Ce mouvement doit cependant être relativisé, puisqu'il n'apparaît que dans les PME, où la DUE a reculé de - 1 % en 2003. À l'inverse, les grandes entreprises ont connu une très légère progression de leur DUE (0,2 %). En 2003, la durée moyenne d'utilisation des équipements a été de 61,4 heures dans les grandes entreprises et de 49 heures dans les PME.

L'analyse au sein des grands secteurs industriels montre également des évolutions contrastées : la DUE a progressé dans les industries agro-alimentaires (2,1 %) et celles des biens d'équipement (0,7 %), alors qu'elle s'est repliée dans les industries des biens de consommation et celles des biens intermédiaires (- 0,4 % dans les deux secteurs) ainsi que dans l'industrie automobile, de façon plus marquée (- 5,5 %).

Dominique BOISSONADE
*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

La mesure de la durée d'utilisation des équipements

La durée d'utilisation d'un équipement (DUE) sur une période de référence correspond à son temps de fonctionnement. Élément de la combinaison productive relatif au capital, elle est la symétrique de la durée du travail. Comme cette dernière, elle est un facteur explicatif des fluctuations de la productivité.

Lorsqu'on souhaite calculer une durée d'utilisation agrégée pour plusieurs types d'équipement, la simple observation de leur « temps de travail » est insuffisante : l'agrégation des durées d'utilisation de différents équipements nécessite de connaître l'importance relative de chaque équipement. Compte tenu de la difficulté à laquelle se heurte la connaissance de ces poids, la durée d'utilisation des équipements est généralement évaluée à partir de mesures indirectes.

L'enquête annuelle de la Banque de France sur la durée d'utilisation des équipements est effectuée sur une période de douze mois allant d'octobre 2002 à septembre 2003¹. Elle permet ainsi de calculer le niveau de la durée d'utilisation des équipements à partir d'une mesure de son évolution. Si cette mesure ne repose sur aucune hypothèse particulière, sa pertinence dépend de la perception de la durée d'utilisation des équipements qu'ont les répondants à l'enquête, ainsi que des pondérations implicites qu'ils utilisent pour agréger les différents équipements.

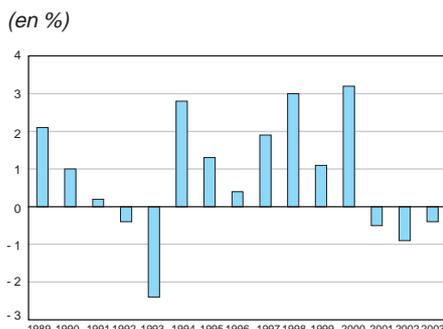
¹ Les chiffres de notre enquête ne tiennent donc pas compte de l'amélioration de la conjoncture observée au cours du dernier trimestre 2003 par l'INSEE.

1. En 2003, la DUE a continué de se dégrader dans l'industrie

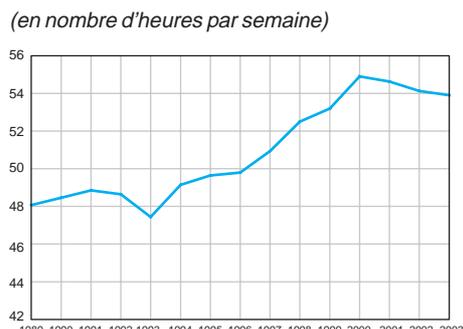
Selon l'enquête annuelle de la Banque de France sur la durée d'utilisation des équipements, la morosité de l'activité dans l'industrie en 2003 a entraîné une diminution de la production industrielle qui s'est accompagnée d'une baisse de la durée d'utilisation des équipements pour la troisième année consécutive. Après une diminution de -0,5 % en 2001 et de -0,9 % en 2002, la DUE s'est repliée de -0,4 % en 2003 (cf. graphique 1), revenant à 53,9 heures en fin de période, contre 54,1 heures un an auparavant (cf. graphique 2).

Toutefois, cette diminution doit être relativisée car le niveau de la DUE reste nettement supérieur à celui observé au cours de la décennie quatre-vingt-dix.

Graphique 1
Évolution de la DUE
Industrie



Graphique 2
Niveau de la DUE
Industrie



Activité atone dans l'industrie en 2003

Dans un contexte de faible progression mondiale, le ralentissement économique s'est poursuivi, pour la troisième année consécutive, en 2003 dans la zone euro, où la croissance du PIB n'a été que de 0,5 %. Les économies européennes ont été handicapées par la faiblesse de la demande intérieure et un environnement extérieur peu propice. Seule l'Espagne a maintenu son taux de croissance à un niveau sensiblement supérieur aux autres pays européens. Si la France a réussi à éviter la récession qu'a connue l'Allemagne, elle a enregistré une performance de, seulement, 0,2 % en 2003. Cette année encore, seule la consommation des ménages a permis de soutenir l'activité.

La demande des entreprises est restée très faible au cours des deux premiers trimestres 2003 et, malgré un redressement en fin d'année, la morosité du climat des affaires devrait conduire à une diminution de l'investissement des entreprises, proche de - 2 %.

La dégradation des débouchés externes et internes, conjuguée à la baisse de l'investissement et à un important mouvement de déstockage, a pesé sur la production industrielle manufacturière, qui a diminué, en moyenne annuelle, de - 0,5 % en 2003. La production est restée déprimée dans tous les secteurs industriels à l'exception des biens d'équipement.

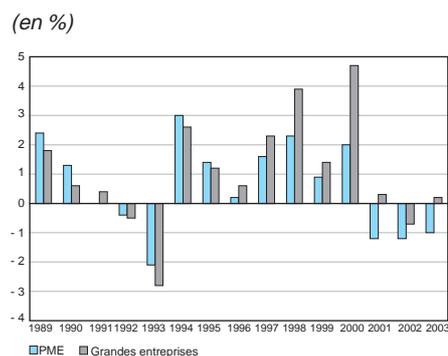
La morosité de l'activité a également pesé sur les évolutions de l'emploi, qui a diminué de - 0,2 % au niveau national et, de façon plus marquée, dans l'industrie manufacturière (- 3,2 %). Les secteurs les plus touchés sont les industries des biens de consommation, celles des biens d'équipement et celles des biens intermédiaires, particulièrement exposées au ralentissement mondial depuis 2001.

NB : Encadré réalisé à partir de la note de conjoncture de l'INSEE de décembre 2003

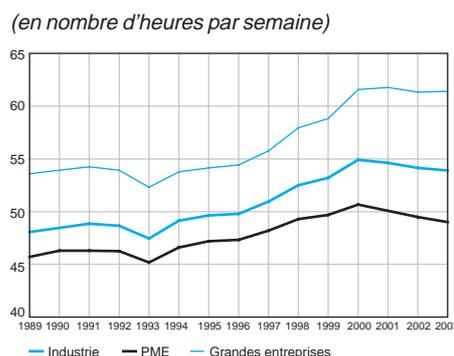
1.1 Si la DUE a diminué dans les PME, elle a légèrement progressé dans les grandes entreprises

Contrairement à l'année précédente où la diminution de la DUE avait été générale dans l'ensemble des entreprises, l'évolution de la DUE apparaît divergente, en 2003, selon leur taille. Ainsi, elle révèle une diminution de - 1 % dans les PME et une légère augmentation, de 0,2 %, dans les grandes entreprises (cf. graphique 3). En 2003, la différence entre les deux tranches de taille s'est légèrement creusée : la durée d'utilisation des équipements a atteint 61,4 heures dans les grandes entreprises, contre 49 heures dans les PME (cf. graphique 4).

Graphique 3
Évolution de la DUE
Par tailles



Graphique 4
Niveau de la DUE
Par tailles

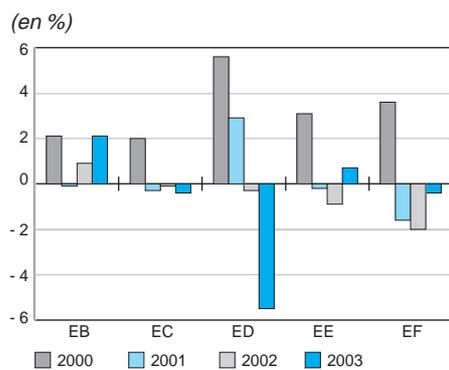


1.2. L'évolution de la DUE a différé selon les branches de l'industrie manufacturière

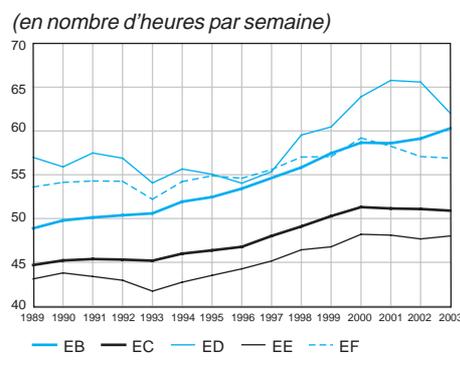
La durée d'utilisation des équipements a également connu des évolutions contrastées selon les grands secteurs de l'industrie (cf. graphique 5). Elle a fortement diminué dans l'industrie automobile (- 5,5 %), beaucoup plus modérément dans les industries des biens de consommation et les industries des biens intermédiaires (- 0,4 % dans les deux cas). À l'inverse, la DUE a progressé dans les biens d'équipement¹ (0,7 %) et, de façon plus marquée, dans les industries agro-alimentaires (2,1 %).

La durée d'utilisation des équipements de l'industrie automobile, avec 62 heures en 2003, demeure la plus élevée (cf. graphique 6), mais se rapproche de celle des industries agro-alimentaires (60,3 heures) qui a progressé tout au cours de la période sous revue, en particulier en 2003. Dans les biens intermédiaires et les biens de consommation, la DUE a légèrement reculé (à, respectivement, 56,9 heures et 50,9 heures). Celle des biens d'équipement, malgré une légère hausse en 2003, reste la moins élevée (48 heures) au sein de l'industrie.

Graphique 5
Évolution de la DUE
Par secteurs d'activité



Graphique 6
Niveau de la DUE
Par secteurs d'activité



EB : Industries agro-alimentaires
EC : Industries des biens de consommation
ED : Industrie automobile
EE : Industries des biens d'équipement
EF : Industries des biens intermédiaires

¹ Selon l'INSEE, l'évolution de la production en volume a été légèrement positive en 2003 (0,8 %) dans ce secteur.

2. Les déterminants de la DUE

L'enquête de la Banque de France fournit également des éléments d'explication des évolutions de la DUE.

Les déterminants structurels de la durée d'utilisation des équipements sont l'organisation du travail posté et la durée du travail : la durée d'utilisation d'un équipement dépend plus particulièrement de la durée du travail des salariés qui l'utilisent et du nombre d'équipes s'y succédant.

La DUE peut également être affectée par des mouvements conjoncturels que synthétisent les taux d'utilisation des capacités (TUC) sans et avec embauches. Les variations conjoncturelles de la durée du travail ont un impact direct sur la durée d'utilisation des équipements. Ces fluctuations, qui ne sont pas toujours prises en compte par les enquêtés, peuvent être approchées par le taux d'utilisation des capacités sans embauche ; la mobilisation d'équipements inemployés ou la mise à l'écart de certaines machines liée à l'évolution conjoncturelle de la demande modifient la durée d'utilisation des équipements sans nécessairement influencer sur les niveaux moyens de la durée et de l'organisation du travail. Le taux d'utilisation des capacités avec embauches permet d'appréhender le degré de mobilisation des équipements². Parce qu'ils permettent d'approcher des évolutions de la combinaison productive de nature à influencer la durée d'utilisation des équipements, les taux d'utilisation des capacités peuvent en expliquer les fluctuations.

2.1 Une modification de l'organisation au sein du travail posté et une baisse globale du taux d'utilisation des capacités

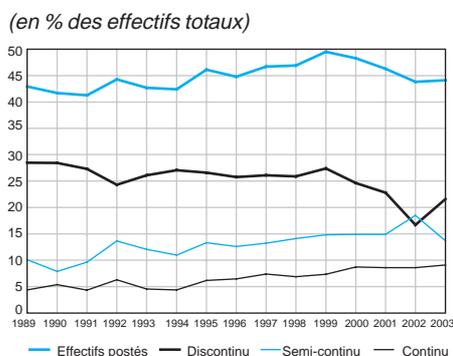
Après une forte baisse l'année précédente, le travail posté a très légèrement augmenté (0,3 point) en 2003. Toutefois, son niveau (44,1 % des effectifs) reste inférieur à celui de 1996 (cf. graphique 7).

Cette faible variation du travail posté masque cependant une modification de l'organisation au sein du travail en équipe. En effet, les effectifs travaillant en discontinu (avec interruption quotidienne) ont augmenté (21,6 % en 2003, au lieu de 16,7 % en 2002), au détriment de ceux travaillant en semi-continu (interruption hebdomadaire) qui ne représentent plus que 13,7 % des effectifs en 2003, contre 18,5 % en 2002. La part du travail en continu (sans interruption) a peu varié en 2003 (9,1 %, contre 8,6 % en 2002).

En 2003, le mouvement de réduction du temps de travail a marqué le pas. Ainsi, la durée hebdomadaire du travail est demeurée à 35,5 heures (cf. graphique 8).

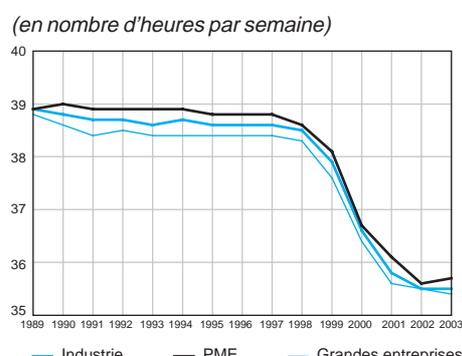
² Si une entreprise possède initialement deux machines identiques et qu'une seule est utilisée sept jours sur sept par des salariés organisés en continu, la durée d'utilisation moyenne de ces équipements est de $0,5 \times (24 \times 7) + 0,5 \times 0 = 84$ heures. Si elle décide d'utiliser la deuxième machine d'après une organisation identique à la première (même durée du travail des salariés et organisation en continu) et embauche des salariés, la durée d'utilisation des équipements passe à $0,5 \times (24 \times 7) + 0,5 \times (24 \times 7) = 128$ heures. La DUE est alors multipliée par deux alors que la durée moyenne du travail et la structure du travail posté n'ont pas été modifiées.

Graphique 7
Structure du travail posté dans l'industrie



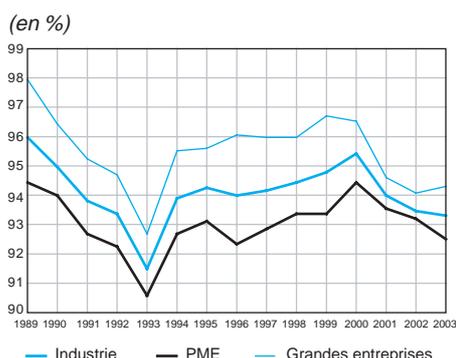
NB : La part des effectifs postés dans les effectifs totaux est la somme des parts des effectifs travaillant en discontinu, semi-continu, et continu.

Graphique 8
Durée hebdomadaire du travail dans l'industrie

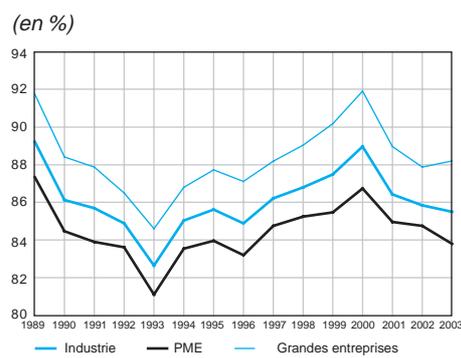


Au total, la baisse de la DUE est essentiellement imputable à la modification de l'organisation du travail posté, qui montre une diminution sensible de l'utilisation des équipements en semi-continu au bénéfice de l'organisation en discontinu. Elle s'explique également par le repli du taux d'utilisation des capacités de production sans et avec embauches (cf. graphiques 9 et 10). Il faut également noter que les effectifs industriels sont restés orientés à la baisse jusqu'au troisième trimestre 2003.

Graphique 9
Taux d'utilisation des capacités sans embauches



Graphique 10
Taux d'utilisation des capacités avec embauches



Les évolutions des taux d'utilisation des capacités de production et les modifications de la structure du travail posté permettent d'apporter un éclairage sur l'origine de la diminution de la durée d'utilisation des équipements.

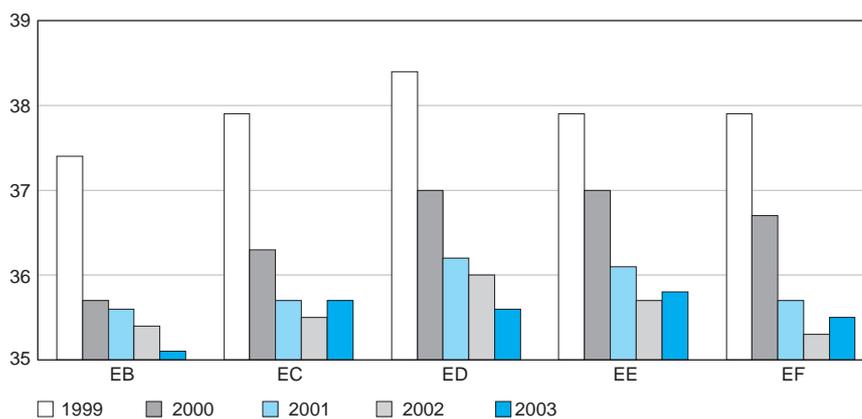
Au total, la baisse conjuguée de l'emploi et des taux d'utilisation des capacités dans les PME a entraîné une diminution de la durée d'utilisation de l'ensemble de leurs équipements. En revanche, dans les grandes entreprises, la progression du taux d'utilisation des capacités avec et sans embauches a favorisé l'augmentation de la DUE, qui est toutefois restée limitée en raison d'une substitution partielle du travail en discontinu à celui en semi-continu.

2.3. Les évolutions ont également été différenciées selon les secteurs

La durée hebdomadaire du travail est désormais comprise entre 35,1 et 35,8 heures par semaine selon les secteurs (cf. graphique 13). Par ordre de grandeur décroissant, elle se situe à 35,8 heures dans les industries des biens d'équipement, 35,7 heures dans les biens de consommation, 35,6 heures dans l'industrie automobile, 35,5 heures dans les biens intermédiaires et 35,1 heures dans les industries agro-alimentaires.

Graphique 13
Durée hebdomadaire du travail
Par secteurs d'activité

(en nombre d'heures par semaine)

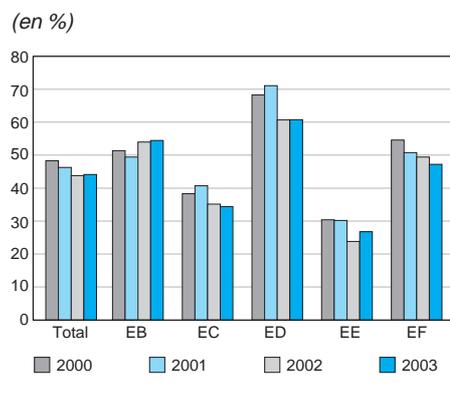


EB : Industries agro-alimentaires
 EC : Industries des biens de consommation
 ED : Industrie automobile
 EE : Industries des biens d'équipement
 EF : Industries des biens intermédiaires

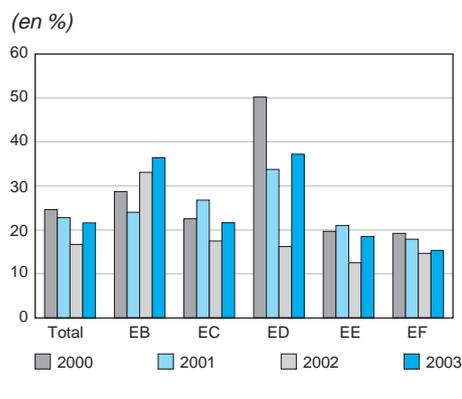
Entre 2002 et 2003, la part des effectifs postés a évolué différemment selon les secteurs (cf. graphique 14). Elle a progressé dans les biens d'équipement (de 23,8 % à 26,8 % des effectifs totaux) et de façon moindre dans les industries agroalimentaires (de 54 % à 54,5 %). Elle est restée quasi stable dans l'industrie automobile (de 60,7 % à 60,8 %) et a reculé dans les biens de consommation (de 35,2 % à 34,4 %) ainsi que dans les industries des biens intermédiaires (de 49,4 % à 47,2 %).

Ces chiffres confirment que les entreprises de l'industrie automobile ont le plus recours au travail posté, alors que celles des industries des biens de consommation et des biens d'équipement l'utilisent moins fréquemment.

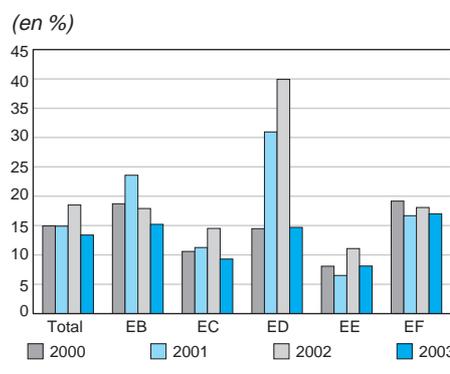
Graphique 14
Part des effectifs postés dans les effectifs totaux



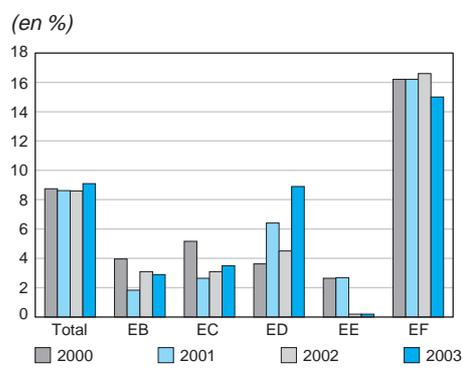
Graphique 15
Part des effectifs en discontinu dans les effectifs totaux



Graphique 16
Part des effectifs en semi-continu dans les effectifs totaux



Graphique 17
Part des effectifs en continu dans les effectifs totaux



EB : Industries agro-alimentaires
 EC : Industries des biens de consommation
 ED : Industrie automobile
 EE : Industries des biens d'équipement
 EF : Industries des biens intermédiaires

Dans les industries agro-alimentaires, il semble que la progression du taux d'utilisation des capacités de production avec ou sans embauches soit à l'origine de la hausse de la DUE.

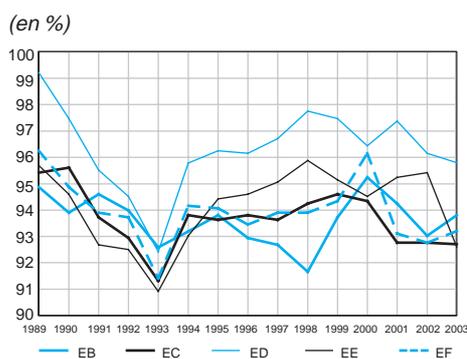
Les industries de biens de consommation ont enregistré une légère baisse des effectifs postés conjuguée à une sous-utilisation des équipements de production. Toutefois, l'augmentation de la durée hebdomadaire du travail a permis d'atténuer la diminution de la DUE.

Dans les industries des biens d'équipement, la progression des effectifs postés, qui a été de pair avec une augmentation de la durée du travail et une plus forte mobilisation des équipements, a entraîné un allongement de la DUE.

L'industrie automobile a enregistré la plus forte dégradation de la DUE. En effet, dans un contexte de baisse de la production jusqu'au troisième trimestre 2003, les taux d'utilisation des capacités de production et la durée du travail ont diminué. En outre, si la part des effectifs postés n'a pas fléchi, l'organisation du travail en discontinu a sensiblement progressé au détriment du travail en semi-continu.

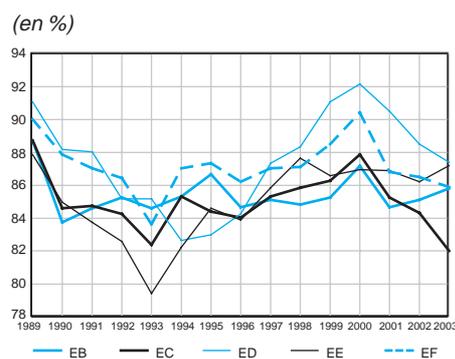
Enfin, dans les industries des biens intermédiaires, la diminution du recours au travail posté, dont l'impact a cependant été atténué par la progression des taux d'utilisation des équipements, a entraîné une baisse limitée de la DUE.

Graphique 18
Taux d'utilisation des capacités sans embauches
Par secteurs d'activité



EB : Industries agro-alimentaires
EC : Industries des biens de consommation
ED : Industrie automobile
EE : Industries des biens d'équipement
EF : Industries des biens intermédiaires

Graphique 19
Taux d'utilisation des capacités avec embauches
Par secteurs d'activité



Enquête financière – Quatrième 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 quatrième trimestre 2003 peuvent être résumées comme suit :

Les taux débiteurs pratiqués par les établissements bancaires n'ont guère varié, pour l'ensemble de la clientèle ; les conditions créditrices se sont détendues.

Les marges bancaires se sont faiblement réduites.

Situation des entreprises et des particuliers

Selon les établissements bancaires interrogés, la situation de la trésorerie des entreprises continue de s'améliorer.

Les crédits à moyen et long termes ont progressé, en liaison avec le redressement du courant d'investissement.

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

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

Au cours des prochains mois, les établissements de crédit s'attendent à un raffermissement de la demande globale de crédit, lié au renforcement du courant d'investissement des entreprises et du dynamisme persistant de la demande de crédit des particuliers.

*Direction de la Conjoncture
Service des synthèses conjoncturelles*

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du quatrième trimestre, la concurrence entre les établissements de crédit s'est, dans l'ensemble, avivée par rapport au trimestre précédent, surtout lors de la distribution des crédits aux particuliers.

S'agissant des placements, nombreux sont les établissements qui préparent activement leur campagne de communication relative à la nouvelle formule d'épargne retraite (PERP : plan d'épargne retraite populaire), dans l'attente de la publication des décrets d'application.

La diminution des conditions créditrices s'est poursuivie, notamment pour les particuliers, à un rythme toutefois moins marqué qu'aux trimestres précédents. Les taux débiteurs pratiqués par les établissements bancaires n'ont guère varié pour l'ensemble de la clientèle.

Les prix des services ont légèrement progressé, notamment pour les particuliers.

Le niveau des marges bancaires a peu évolué par rapport au trimestre précédent.

Les établissements interrogés prévoient une progression plus soutenue de la demande de crédit au cours du premier trimestre 2004, en raison d'un courant d'investissement des entreprises plus important et du dynamisme persistant de la demande de crédit émanant des particuliers.

Le comportement des établissements de crédit

(solde des opinions)

	2002				2003			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Rémunération des placements								
des particuliers	8	1	- 14	- 26	- 23	- 26	- 30	- 26
des entreprises	3	2	- 16	- 26	- 24	- 29	- 18	- 7
Taux des crédits								
aux particuliers	17	- 5	- 38	- 44	- 43	- 54	- 5	- 2
aux entreprises	21	6	- 18	- 36	- 21	- 43	- 4	1
Prix des services								
aux particuliers	8	14	16	19	16	9	5	9
aux entreprises	7	14	17	11	18	4	8	7
Marges bancaires	- 8	- 7	3	- 1	- 16	- 9	- 4	- 3
Évolution prévue de la demande de crédit	15	18	- 3	14	5	18	22	27

2. Le comportement des entreprises

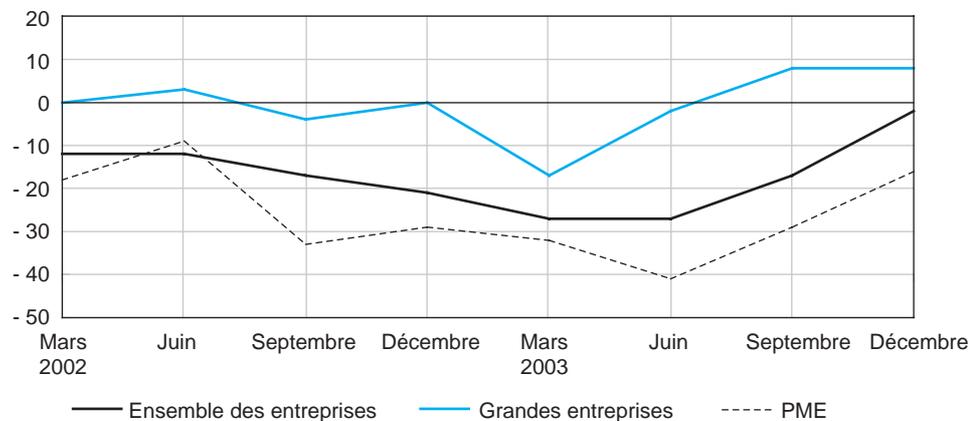
Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises

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

Études

Situation de trésorerie des entreprises

(solde d'opinions – séries brutes)



L'aisance financière des entreprises s'est améliorée au quatrième trimestre 2003. Au cours des prochains mois, l'ensemble des entreprises devrait connaître une amélioration de leur trésorerie.

L'augmentation des difficultés de paiement apparaît moins forte qu'aux trimestres précédents.

Les résultats bruts d'exploitation ont encore reculé, mais moins qu'aux trimestres précédents.

Afin de financer la progression, moins vive qu'auparavant, des besoins en fonds de roulement, les autorisations nouvelles et les renouvellements de crédits à court terme se sont accrus, à un rythme comparable à celui observé aux trimestres antérieurs.

Les investissements sont annoncés en hausse sensible, pour la première fois depuis le premier trimestre 2001, et les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes sont, pour le second trimestre consécutif, en forte hausse.

L'endettement global a continué de s'accroître par rapport aux trimestres précédents.

Les encours des dépôts à vue n'ont pas varié durant la période sous revue.

Les placements liquides effectués par les entreprises ainsi que les placements nouveaux en titres négociables se sont contractés.

Au cours des prochains mois, les établissements de crédit prévoient un recours plus important aux crédits à court terme. Les demandes de crédit à moyen et long termes pourraient également s'accroître au premier trimestre 2004, les anticipations d'investissement pour le premier semestre 2004 apparaissant, en effet, mieux orientées.

3. Le comportement des particuliers

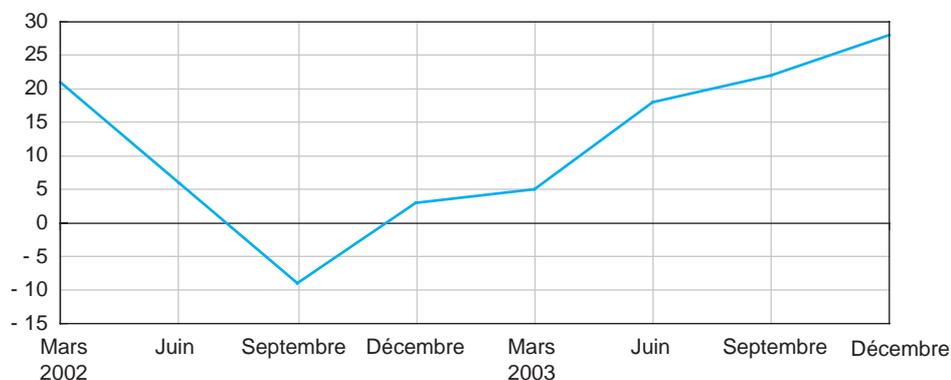
3.1. Les comportements d'épargne

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

	2002				2003			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Situation du patrimoine financier	21	6	- 9	3	5	18	22	28
Encours moyen des dépôts à vue	35	40	33	29	7	21	16	30
Encours moyen des livrets	33	17	49	34	49	45	16	25
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 6	- 9	- 7	- 30	- 25	- 36	- 33	- 35
Placements nouveaux en PEL	34	25	38	46	11	0	10	7
Placements en actions	- 21	- 68	- 93	- 57	- 61	- 34	- 17	7
Placements en obligations	- 10	- 12	- 18	- 16	- 13	- 12	- 14	- 13
Placements en OPCVM court terme	11	5	- 7	- 8	- 5	- 3	- 1	4
Placements en autres OPCVM	8	- 17	- 21	- 15	- 10	- 3	8	12

Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



Le patrimoine financier des ménages a poursuivi sa progression au cours du quatrième trimestre, notamment sous l'effet d'une revalorisation des portefeuilles.

Les encours moyens des dépôts à vue et des livrets se sont gonflés, en raison, principalement, du versement des primes de fin d'année.

Les placements en produits d'assurance-vie ont conservé tout leur attrait, en raison des avantages fiscaux qui y sont attachés et de la démarche commerciale opérée en leur faveur par les établissements bancaires.

Les placements nouveaux en actions ont enregistré une progression, pour la première fois depuis le quatrième trimestre 2000, en liaison avec la hausse des valeurs boursières.

Les placements en obligations, fragilisés par la faiblesse des taux, ont continué de régresser, globalement, au même rythme qu'aux trimestres précédents, tandis que ceux en OPCVM augmentaient.

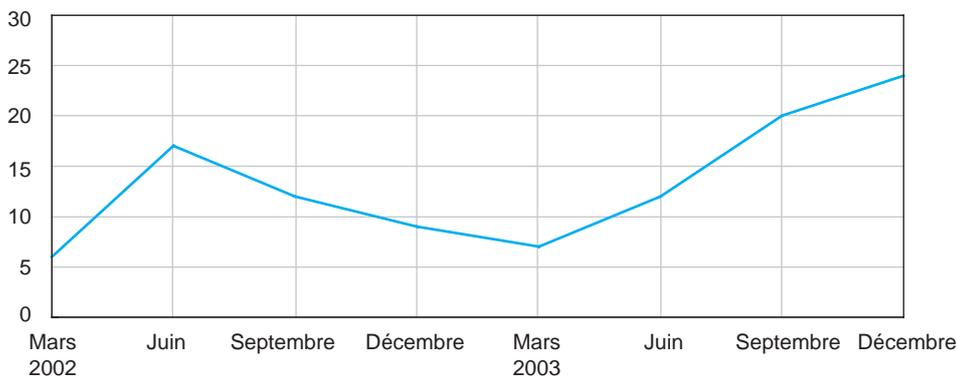
3.2. Les comportements d'endettement

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

	2002				2003			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Situation de l'endettement global	6	17	12	9	7	12	20	24
Difficultés de paiement	3	9	9	11	10	7	7	9
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	9	14	7	8	- 3	19	21	14
Utilisations nouvelles de prêts personnels	11	29	16	15	10	30	22	31
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	33	60	45	38	46	65	62	63
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	23	22	16	15	17	14	14	17
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	28	22	17	19	33	32	26	33

Endettement global des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



L'endettement global des ménages a quelque peu augmenté et les difficultés de paiement ont tendance à progresser.

Les utilisations nouvelles de prêts personnels et, dans une moindre mesure, les autorisations et les renouvellements de crédits de trésorerie sont jugées en hausse. Le dynamisme de la politique commerciale des banques pourrait contribuer au mouvement.

Au quatrième trimestre, les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont poursuivi leur progression dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement attractifs.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, une augmentation de la demande est attendue, notamment pour les crédits immobiliers et, à un degré moindre, pour les crédits de trésorerie.

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).

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

Les résultats de l'enquête-titres du troisième trimestre 2003 décrivent une progression sensible des portefeuilles de valeurs mobilières (3,1 % par rapport à fin juin 2003) dans un contexte de hausse modérée des marchés boursiers. Les effets de valorisation, dus essentiellement à la bonne tenue des marchés d'actions, ont représenté près de la moitié de l'augmentation de l'encours. Les flux d'achats nets de valeurs mobilières ont atteint un montant élevé (52,5 milliards d'euros) et se sont, notamment, portés sur les obligations.

Les placements en actions, dont la part atteignait 31,9 % de l'ensemble des portefeuilles à fin septembre 2003, ont fait l'objet d'acquisitions nettes de la part des investisseurs institutionnels et des non-résidents, alors que les administrations publiques, les ménages et les sociétés non financières ont procédé à des cessions nettes.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 45,0 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin septembre 2003, ont bénéficié sur l'ensemble du trimestre d'un net renforcement en titres français et étrangers, à hauteur, globalement, de 37,3 milliards d'euros. Les achats nets des résidents (+ 24,1 milliards d'euros) ont été très majoritairement le fait des investisseurs institutionnels (+ 23,5 milliards). Pour leur part, les non-résidents ont accru leurs avoirs en obligations françaises à hauteur de 11,4 milliards d'euros.

Les placements en OPCVM (23,2 % du total des portefeuilles) ont connu des évolutions contrastées : la part des encours d'OPCVM français investis en produits de taux ou garantis a diminué globalement de 0,2 point, tandis que celle des autres OPCVM (actions, diversifiés, non répartis, étrangers) augmentait de 0,3 point. Les titres d'OPCVM monétaires ont donné lieu à de très importants allers et retours, les transactions s'élevant au total à près de 620 milliards d'euros, qui se sont traduits par des désinvestissements nets pour un montant de 2,8 milliards. Les OPCVM non monétaires ont drainé 8,3 milliards d'euros de souscriptions nettes de la part des investisseurs résidents et non résidents.

L'ouverture internationale de la place de Paris reste forte, comme en témoignent le maintien d'une présence extrêmement active des non-résidents dans les transactions sur actions françaises cotées et la progression de la part de la dette obligataire de l'État détenue par la clientèle non résidente des dépositaires français.

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

Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003

Sur la base des résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, la valeur des titres déposés sur des comptes PEA (plan d'épargne en actions) s'établissait, à fin décembre 2003, à 84,1 milliards d'euros, en progression de 7,5 % d'une fin de trimestre à l'autre. Cette évolution reflète essentiellement celle des cours boursiers. L'encours à fin 2003 est encore inférieur de 23 % à son plus haut niveau, atteint à fin septembre 2000.

Au cours de ce trimestre, les détenteurs de PEA ont procédé, globalement, à des achats nets de titres (toutes valeurs confondues), pour environ 250 millions d'euros, soit 0,3 % de l'encours à fin septembre 2003. Les titres d'OPCVM ont fait l'objet de flux d'acquisitions nettes estimés à 500 millions d'euros ; à l'inverse, des désinvestissements nets ont été enregistrés en actions françaises et européennes pour un montant de 250 millions. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA (4,3 milliards d'euros) ont diminué de 0,1 milliard.

Le nombre de PEA ouverts à fin décembre 2003 s'élevait à 7,398 millions, en progression de 0,2 % par rapport au trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année 2003, ce nombre s'est accru de 0,4 % (+ 3,2 % en 2002 et + 11,5 % en 2001).

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (62,3 %) et actions (37,7 %) n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent.

Alain DAJEAN
Hervé GRANDJEAN
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003

Exprimés en dollars, les cours mondiaux de matières premières ont, dans l'ensemble, progressé en glissement annuel.

Les cours des denrées alimentaires se sont tous inscrits à la hausse sur un an, à l'exception de ceux du café de qualité robusta, du sucre et du cacao.

Les prix des produits agricoles à usage industriel ont globalement progressé. Sur un an, ils enregistrent tous des augmentations, hormis ceux de la laine.

Les métaux non ferreux se sont tous accrus en glissement annuel.

Les cours du pétrole ont enregistré une progression en fin d'année 2003, en raison, notamment, d'un hiver rigoureux dans l'hémisphère nord et du faible niveau des stocks mondiaux. Le prix du Brent, brut de référence de la mer du Nord, s'est établi, en moyenne, à 29,75 dollars, soit + 5,2 % par rapport à décembre 2002.

L'indice Reuter, libellé en livres sterling, s'est accru de 20,3 % sur un an.

L'indice Banque de France, qui reflète le coût en euros des matières premières importées, hors énergie, est ressorti en hausse de 3,1 % en glissement annuel, tandis que l'euro s'est raffermi par rapport au dollar (20,7 % sur un an).

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Bulletin officiel

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

Sommaire

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

Banque de France

- DR n° 2 096 du 5 janvier 2004 : départ anticipé à la retraite
- DR n° 2 097 du 5 janvier 2004 : congé spécial pour convenance personnelle
- DR n° 2 098 du 5 janvier 2004 : travail à mi-temps de longue durée
- DR n° 2 099 du 5 janvier 2004 : allocation de départ à la retraite pour les agents de surveillance, agents d'entretien, auxiliaires de caisse et concierges suppléants
- DR n° 2 100 du 5 janvier 2004 : congé de fin de carrière pour les agents de surveillance, agents d'entretien, auxiliaires de caisse, concierges suppléants auxiliaires de service et auxiliaires des bureaux
- DR n° 2 101 du 5 janvier 2004 : indemnité de départ pour les agents de surveillance, agents d'entretien, auxiliaires de caisse et concierges suppléants
- DR n° 2 102 du 5 janvier 2004 : départ pour projet personnel
- DR n° 2 103 du 23 janvier 2004 : tests d'aptitude à un emploi dans les bureaux
- DR n° 2 104 du 23 janvier 2004 : examen spécial d'aptitude à l'emploi d'agent stagiaire ou auxiliaire de service réservé aux agents de surveillance (Équipe)
- DR n° 2 105 du 23 janvier 2004 : examen spécial d'aptitude à l'emploi stagiaire ou auxiliaire de service (gardien), réservé aux agents de surveillance
- DR n° 2 106 du 23 janvier 2004 : règlement du concours interne spécial pour l'emploi de secrétaire comptable
- DR n° 2 107 du 23 janvier 2004 : règlement du concours spécial réservé aux agents de surveillance pour l'emploi de secrétaire comptable

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

- Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
 - en décembre 2003
 - au quatrième trimestre 2003

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

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

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement
habilités à exercer en France
– au quatrième trimestre 2003

Commission bancaire

Instruction n° 2004-01 du 28 janvier 2004 modifiant l'instruction n° 96-01 modifiée
du 8 mars 1996 relative à la surveillance prudentielle des risques de marché

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

Statistiques

Sommaire

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

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

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

(en %)

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

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

Sources : Données nationales, Eurostat, OCDE

Réalisé le 4 février 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

(variations sur douze mois en %, données brutes)

	2003												2004	
	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Moyenne	Janvier
France	1,9	2,5	2,6	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,5	2,4	2,2	1,3
Allemagne	0,9	1,2	1,2	1,0	0,6	0,9	0,8	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,0	
Autriche	1,7	1,8	1,8	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,5
Belgique	1,2	1,6	1,7	1,4	0,9	1,5	1,4	1,6	1,7	1,4	1,8	1,7	1,5	
Espagne	3,8	3,8	3,7	3,2	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	2,7	2,9	2,7	3,1	1,3
Finlande	1,4	2,1	1,9	1,3	1,1	1,2	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,2	1,3	
Grèce	3,3	4,2	3,9	3,3	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,4	4,0
Irlande	4,7	5,1	4,9	4,6	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,3	3,3	2,9	4,0	
Italie	2,9	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	3,0	2,8	2,8	2,6	2,8	2,2
Luxembourg	3,3	3,2	3,7	3,0	2,3	2,0	1,9	2,3	2,7	1,8	2,0	2,4	2,5	
Pays-Bas	2,7	2,9	2,8	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0	1,6	2,2	3,3
Portugal	4,0	4,1	3,8	3,7	3,7	3,4	2,9	2,9	3,2	2,8	2,3	2,3	3,3	
Zone euro	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1	2,0
Danemark	2,6	2,9	2,8	2,5	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	1,1	1,4	1,2	2,0	1,4
Royaume-Uni	1,4	1,6	1,6	1,5	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	
Suède	2,6	3,3	2,9	2,3	2,0	2,0	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	1,8	2,3	2,0
Union européenne	2,0	2,3	2,3	2,0	1,7	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9	2,0	1,8	2,0	
États-Unis	2,6	3,0	3,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	1,8	1,9	2,3	- 0,3
Japon	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,3	- 0,2	0,0	- 0,5	- 0,4	- 0,3	

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 4 février 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

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

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, Eurostat

Réalisé le 8 janvier 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

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

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

(indices base 100 = 1987)

		Vis-à-vis de l'Union monétaire		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 43 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1999	Décembre	110,30	97,50	108,10	94,10	133,90	89,90
2000	Décembre	110,30	96,40	107,80	92,80	130,80	86,70
2001	Décembre	110,30	95,60	108,20	92,50	133,20	87,50
2002	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	138,80	91,00
2003	Décembre	110,30	96,10	109,90	94,20	145,90	95,90
2002	Janvier	110,30	95,80	108,10	92,60	133,10	87,60
	Février	110,30	95,60	107,90	92,30	132,60	87,10
	Mars	110,30	95,70	108,00	92,40	132,80	87,30
	Avril	110,30	95,80	108,00	92,40	133,10	87,50
	Mai	110,30	95,70	108,30	92,60	134,40	88,30
	Juin	110,30	95,70	108,70	93,00	136,20	89,50
	Juillet	110,30	95,70	108,60	92,90	137,40	90,20
	Août	110,30	95,80	108,50	92,90	137,00	90,00
	Septembre	110,30	95,80	108,40	92,70	137,20	90,10
	Octobre	110,30	95,90	108,30	92,70	137,60	90,30
	Novembre	110,30	95,90	108,50	92,90	138,10	90,60
	Décembre	110,30	95,70	108,60	92,80	138,80	91,00
2003	Janvier	110,30	95,70	109,00	93,20	140,50	92,10
	Février	110,30	96,00	109,20	93,60	141,40	92,90
	Mars	110,30	96,10	109,50	94,00	141,80	93,30
	Avril	110,30	95,90	109,70	93,80	142,00	93,10
	Mai	110,30	95,80	110,20	94,20	144,50	94,70
	Juin	110,30	95,90	109,90	94,10	144,70	95,00
	Juillet	110,30	95,80	109,90	94,00	143,70	94,30
	Août	110,30	95,80	109,90	94,00	142,90	93,70
	Septembre	110,30	96,00	109,80	94,00	142,70	93,70
	Octobre	110,30	96,20	109,80	94,20	144,00	94,70
	Novembre	110,30	96,30	109,70	94,20	143,90	94,70
	Décembre	110,30	96,10	109,90	94,20	145,90	95,90
2004	Janvier	110,30	96,10	109,70	94,10	146,60	96,40

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

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

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

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

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

Réalisé le 30 janvier 2004
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Août 2003		Septembre 2003		Octobre 2003		Novembre 2003		Décembre 2003		Janvier 2004	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
Euro												
Au jour le jour	2,140	2,066	2,130	2,040	2,070	2,020	2,090	1,964	2,290	2,040	2,070	2,006
À 1 mois	2,130	2,103	2,060	2,098	2,060	2,079	2,130	2,064	2,110	2,113	2,060	2,047
À 3 mois	2,110	2,114	2,080	2,121	2,145	2,119	2,130	2,135	2,105	2,126	2,080	2,066
À 6 mois	2,165	2,149	2,080	2,153	2,180	2,153	2,190	2,201	2,100	2,178	2,130	2,090
À 1 an	2,260	2,263	2,075	2,231	2,340	2,275	2,420	2,384	2,285	2,353	2,260	2,183
Dollar												
Au jour le jour	1,120	1,026	1,100	1,042	1,040	1,023	1,040	1,013	1,040	1,005	1,010	1,005
À 1 mois	1,070	1,056	1,060	1,066	1,050	1,053	1,090	1,047	1,050	1,064	1,020	1,030
À 3 mois	1,090	1,073	1,100	1,092	1,110	1,103	1,100	1,107	1,070	1,094	1,060	1,062
À 6 mois	1,130	1,126	1,110	1,128	1,160	1,137	1,200	1,167	1,150	1,170	1,150	1,128
À 1 an	1,350	1,339	1,230	1,285	1,400	1,326	1,510	1,431	1,380	1,419	1,420	1,331
Livre sterling												
Au jour le jour	3,460	3,434	3,700	3,484	3,410	3,360	3,625	3,535	3,745	3,785	3,630	3,626
À 1 mois	3,530	3,430	3,590	3,594	3,760	3,615	3,755	3,762	3,860	3,838	3,930	3,859
À 3 mois	3,575	3,463	3,660	3,642	3,900	3,752	3,945	3,935	3,950	3,968	4,050	4,009
À 6 mois	3,685	3,560	3,755	3,744	4,040	3,900	4,160	4,114	4,110	4,122	4,240	4,152
À 1 an	3,940	3,799	3,970	3,985	4,450	4,231	4,545	4,456	4,420	4,416	4,505	4,399
Yen												
Au jour le jour	- 0,030	- 0,019	- 0,010	0,000	- 0,020	- 0,021	- 0,020	- 0,017	- 0,015	- 0,025	- 0,065	- 0,058
À 1 mois	0,045	- 0,010	0,026	0,051	- 0,020	- 0,027	0,013	- 0,032	- 0,045	- 0,036	- 0,055	- 0,051
À 3 mois	0,045	- 0,044	0,075	- 0,001	- 0,055	- 0,019	- 0,035	- 0,045	- 0,035	- 0,036	- 0,040	- 0,034
À 6 mois	0,045	- 0,014	- 0,015	- 0,021	- 0,015	- 0,007	- 0,015	- 0,010	- 0,015	- 0,016	- 0,015	- 0,009
À 1 an	0,060	0,044	0,070	0,047	0,080	0,060	0,090	0,086	0,080	0,087	0,080	0,074
Franc suisse												
Au jour le jour	0,020	0,016	0,015	0,014	0,005	0,012	0,020	0,011	0,030	0,017	0,020	0,030
À 1 mois	0,180	0,188	0,160	0,169	0,160	0,166	0,190	0,158	0,170	0,180	0,170	0,172
À 3 mois	0,210	0,213	0,200	0,203	0,200	0,194	0,210	0,199	0,190	0,204	0,200	0,196
À 6 mois	0,240	0,266	0,240	0,262	0,270	0,239	0,280	0,268	0,300	0,289	0,260	0,259
À 1 an	0,430	0,464	0,380	0,446	0,490	0,424	0,550	0,515	0,550	0,539	0,470	0,467

Source : Banque de France

Réalisé le 2 février 2004
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Février 2003	Mars 2003	Avril 2003	Mai 2003	Juin 2003	Juillet 2003
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	1,58	1,95	1,72	5,15	3,52	5,62
Comptes sur livret	9,46	10,47	11,06	11,29	11,91	12,13
Titres d'OPCVM monétaires	6,86	8,63	7,85	9,60	11,31	9,89
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,52	3,23	2,65	2,70	2,84	3,46
Endettement intérieur total	5,87	6,19	6,25	6,89	6,16	6,72
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,69	2,53	2,53	2,40	2,15	2,13
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,01	4,10	4,22	3,89	3,69	4,01
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Taux de base bancaire (fin de mois)	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
Cours de change (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	1,08	1,08	1,08	1,16	1,17	1,14
EUR/JPY	128,60	128,16	130,12	135,83	138,05	134,99
EUR/GBP	0,67	0,68	0,69	0,71	0,70	0,70
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,65	0,46	- 0,19	- 0,09	0,19	- 0,09
Variation depuis le début de l'année	0,84	1,31	1,12	1,03	1,22	1,12
Glissement sur 12 mois	2,57	2,56	1,98	1,79	1,98	1,89
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	1,63	- 0,50	0,60	- 2,40	1,23	1,21
Glissement sur 12 mois	0,00	- 0,50	- 1,28	- 2,59	- 1,00	0,00
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	0,81	0,95	0,23	0,40	1,09	- 0,21
Glissement sur 12 mois	5,75	5,89	5,71	5,69	6,32	5,73
Taux de chômage (définition BIT)	9,40	9,40	9,50	9,50	9,50	9,60
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	26,53	26,70	26,59	25,41	25,73	25,65
Exportations FAB (NES 1999)	26,75	26,72	26,71	25,27	25,90	26,37
Solde mensuel	0,22	0,02	0,11	- 0,14	0,17	0,71
Solde cumulé depuis le début de l'année	0,49	0,50	0,62	0,48	0,65	1,36
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 057	1 956	- 4 554	1 179	2 784	- 338
Cumul depuis le début de l'année	5 589	7 545	2 991	4 170	6 954	6 616

(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

	Décembre 2000	Mars 2001	Juin 2001	Septembre 2001	Décembre 2001	Mars 2002
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
Variation en volume	1,3	0,5	0,0	0,4	- 0,3	0,7
Taux de salaire horaire						
Variation	0,6	1,6	0,8	1,0	0,5	1,4

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé 5 février 2004
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)
Tableau de bord de l'économie française (suite)

	Août 2003	Septembre 2003	Octobre 2003	Novembre 2003	Décembre 2003	Janvier 2004
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
Dépôts à vue	5,35	3,55	6,31	5,03		
Comptes sur livret	11,82	10,80	10,73	9,95		
Titres d'OPCVM monétaires	8,78	8,42	10,24	8,38		
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
Crédits au secteur privé	3,09	3,56	3,88	5,03		
Endettement intérieur total	6,89	7,42	6,98	6,95		
Taux d'intérêt (en %)						
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,14	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,16	4,23	4,28	4,41	4,34	4,20
Livret A (fin de mois)	2,25	2,25	2,25	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
Cours de change (moyenne mensuelle)						
EUR/USD	1,11	1,12	1,17	1,17	1,23	1,26
EUR/JPY	132,38	128,94	128,12	127,84	132,43	134,13
EUR/GBP	0,70	0,70	0,70	0,69	0,70	0,69
Prix de détail (base 100 en 1998)						
Variation mensuelle	0,19	0,37	0,28	0,09	0,09	
Variation depuis le début de l'année	1,31	1,69	1,97	2,06	2,16	
Glissement sur 12 mois	1,89	2,07	2,16	2,25	2,16	
Production industrielle (base 100 en 1995 – cvs/cjo)						
Variation mensuelle	- 0,50	0,70	0,80	- 0,40		
Glissement sur 12 mois	- 1,39	0,20	1,81	1,21		
Demandeurs d'emploi (cvs)						
Variation mensuelle	0,47	1,05	0,18	- 0,19	0,46	
Glissement sur 12 mois	5,91	6,89	7,06	6,20	5,97	
Taux de chômage définition BIT	9,60	9,70	9,70	9,60	9,70	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)						
Importations FAB (NES 1999)	25,81	25,98	26,58	25,91		
Exportations FAB (NES 1999)	26,05	26,66	26,85	26,32		
Solde mensuel	0,23	0,68	0,27	0,41		
Solde cumulé depuis le début de l'année	1,60	2,28	2,55	2,96		
Transactions courantes (en millions d'euros)						
Solde mensuel brut	1 630	1 585	- 1 978	1 672		
Cumul depuis le début de l'année	8 246	9 831	7 853	9 525		

(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

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

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 février 2004
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
2003	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	11 408,0	1 892,3	6 184,3	1 002,2	404,3	168,5	1 442,5	109,0	3 377,3	612,6
	Septembre	11 396,7	1 878,5	6 173,3	995,1	405,1	166,8	1 433,2	109,2	3 385,0	607,4
	Octobre	11 497,0	1 883,8	6 194,8	993,6	420,2	167,3	1 445,3	110,0	3 436,7	612,9
	Novembre (p)	11 562,9	1 903,0	6 241,5	1 011,0	424,4	167,5	1 451,1	110,2	3 445,9	614,5
	Décembre (p)		1 886,3		1 021,9		162,4		113,3		588,7

(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	
	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	131,2	23,4	131,7	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,05
	23 novembre	131,0	23,2	131,7	23,1	0,7	0,1	0,0	0,0	2,03
	23 décembre	131,8	23,2	132,6	23,3	0,8	0,1	0,0	0,0	2,00
2004	23 janvier (p)	132,8	23,5		23,6		0,1		0,0	2,02

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)
		Zone euro						
2003	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
	23 octobre	395,5	321,3	48,3	- 1,1	- 121,4	253,3	131,9
	23 novembre	399,4	321,8	43,4	- 2,2	- 118,8	250,6	131,8
	23 décembre	416,1	320,1	57,0	- 4,5	- 148,5	281,1	132,6
Dont : France								
2003	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
	23 novembre	76,3	57,0	0,2	- 33,5	14,0	9,3	23,3
	23 décembre	78,1	57,0	0,1	- 31,2	10,0	13,4	23,4
2004	23 janvier	81,8	56,4	0,2	- 39,5	13,9	9,7	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.

(p) Chiffres provisoires

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 janvier 2004

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)	Septembre 2003 (b)	Octobre 2003 (c)	Novembre 2003 (c)	Décembre 2003 (c)	12 mois 2002 (a)	12 mois 2003 (c)
Compte de transactions courantes	25 702	23 970	1 799	- 2 156	1 651	2 943	23 970	9 973
Biens	3 947	7 964	467	970	212	1 341	7 964	4 074
Recettes	328 501	325 574	27 580	30 483	26 808	27 873	325 574	317 876
Dépenses	324 554	317 610	27 113	29 513	26 596	26 532	317 610	313 801
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 680</i>	<i>7 906</i>	<i>643</i>	<i>1 056</i>	<i>258</i>	<i>1 456</i>	<i>7 906</i>	<i>4 689</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	3 388	7 626	490	1 101	483	1 761	7 626	4 006
Total des corrections	292	280	153	- 45	- 225	- 305	280	683
Services	19 922	18 169	868	1 119	979	1 688	18 169	13 496
Recettes	89 580	91 028	7 084	6 922	6 186	7 526	91 028	86 566
Dépenses	69 658	72 859	6 216	5 803	5 207	5 839	72 859	73 071
<i>Voyages</i>	<i>13 624</i>	<i>13 610</i>	<i>970</i>	<i>1 099</i>	<i>561</i>	<i>1 029</i>	<i>13 610</i>	<i>11 473</i>
dont : Recettes	33 679	34 190	2 970	2 722	2 081	2 429	34 190	32 185
Dépenses	20 055	20 580	2 000	1 623	1 520	1 400	20 580	20 712
Total « Biens et services »	23 869	26 133	1 335	2 089	1 191	3 029	26 133	17 570
Revenus	18 387	12 833	2 419	- 2 985	2 389	2 178	12 833	9 056
Rémunération des salariés	8 190	8 804	752	779	774	768	8 804	8 612
Revenus des investissements	10 197	4 029	1 667	- 3 764	1 615	1 410	4 029	444
<i>Directs</i>	<i>15 851</i>	<i>13 870</i>	<i>1 045</i>	<i>408</i>	<i>1 388</i>	<i>1 848</i>	<i>13 870</i>	<i>11 571</i>
<i>De portefeuille</i>	<i>- 3 994</i>	<i>- 7 876</i>	<i>647</i>	<i>- 4 204</i>	<i>354</i>	<i>250</i>	<i>- 7 876</i>	<i>- 10 593</i>
<i>Autres</i>	<i>- 1 660</i>	<i>- 1 965</i>	<i>- 25</i>	<i>32</i>	<i>- 127</i>	<i>- 688</i>	<i>- 1 965</i>	<i>- 534</i>
Transferts courants	- 16 554	- 14 996	- 1 955	- 1 260	- 1 929	- 2 264	- 14 996	- 16 653

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 février 2004

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	Année	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	12 mois	12 mois
	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2002	2003
	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(c)	(a)	(c)
Compte de capital	- 330	- 186	28	93	232	1	- 186	- 7 655
Transferts en capital	- 183	- 75	22	92	233	12	- 75	- 7 614
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 147	- 111	6	1	- 1	- 11	- 111	- 41

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année	Année	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	12 mois	12 mois
	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2002	2003
	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(c)	(a)	(c)
Compte de transactions courantes	24 628	24 583	1 504	- 49	878	999	24 583	12 224
Biens	3 222	7 372	744	- 416	688	1 103	7 372	3 040
Marchandises générales	3 795	6 890	533	- 226	1 214	1 522	6 890	5 079
Services	20 304	17 885	818	1 365	1 313	1 393	17 885	13 564
dont : Voyages	13 592	13 549	859	1 087	1 072	1 132	13 549	11 594
Revenus	17 514	13 238	1 729	520	2 059	202	13 238	11 018

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 février 2004
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)	Septembre 2003 (b)	Octobre 2003 (c)	Novembre 2003 (c)	Décembre 2003 (c)	12 mois 2002 (a)	12 mois 2003 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 42 224	- 9 165	- 1 349	630	2 350	722	- 9 165	- 11 992
Français à l'étranger	- 103 899	- 65 978	- 2 030	- 4 830	- 1 084	- 5 916	- 65 978	- 48 556
Capital social	- 60 873	- 41 172	- 236	- 928	373	- 2 355	- 41 172	- 7 087
Bénéfices réinvestis	- 7 380	- 3 888	- 332	- 332	- 332	- 332	- 3 888	- 3 984
Autres opérations	- 35 646	- 20 918	- 1 462	- 3 570	- 1 125	- 3 229	- 20 918	- 37 485
Étrangers en France	61 675	56 813	681	5 460	3 434	6 638	56 813	36 564
Capital social	23 086	36 020	1 380	2 016	874	6 960	36 020	15 673
Bénéfices réinvestis	2 436	36	10	10	10	10	36	120
Autres opérations	36 153	20 757	- 709	3 434	2 550	- 332	20 757	20 771
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	24 004	- 20 166	5 571	- 2 082	- 9 595	- 14 785	- 20 166	- 11 631
Avoirs – Titres étrangers	- 95 017	- 92 502	- 5 927	- 11 721	- 16 213	- 12 101	- 92 502	- 130 862
Actions et titres d'OPCVM	- 21 252	- 18 191	3 939	- 888	- 1 711	- 4 686	- 18 191	- 25 528
Obligations et assimilés	- 62 631	- 60 036	- 5 857	- 9 099	- 7 808	- 8 306	- 60 036	- 80 806
Instrument du marché monétaire	- 11 134	- 14 275	- 4 009	- 1 734	- 6 694	891	- 14 275	- 24 528
Engagements – Titres français	119 021	72 336	11 498	9 639	6 618	- 2 684	72 336	119 231
Actions et titres d'OPCVM	15 211	- 4 830	752	3 917	1 787	- 818	- 4 830	14 154
Obligations et assimilés	95 647	76 279	12 250	217	5 497	1 435	76 279	102 072
dont : OAT	21 284	19 168	3 341	- 2 147	551	575	19 168	23 082
BTAN	9 937	6 830	1 864	561	926	88	6 830	6 954
Instrument du marché monétaire	8 163	887	- 1 504	5 505	- 666	- 3 301	887	3 005
dont : BTF	4 891	11 509	1 132	4 345	- 1 252	- 1 746	11 509	9 949
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	36 112	37 507	6 337	2 759	225	- 1 083	37 507	39 985
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	2 784	5 507	3 028	- 113	- 1 011	- 1 401	5 507	- 6 122
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 23 427	- 9 584	- 10 886	7 049	683	7 773	- 9 584	21 852
Avoirs	- 65 463	- 35 227	8 024	- 7 080	- 16 572	23 512	- 35 227	- 6 689
Crédits commerciaux (autres secteurs)	744	- 975	- 334	241	42	- 33	- 975	1 584
Prêts	- 66 176	- 34 223	8 359	- 7 319	- 16 614	23 548	- 34 223	- 8 240
Autorités monétaires	- 14 302	- 4 327	5 061	1 087	4 502	- 10 191	- 4 327	746
Administrations publiques	171	1 007	- 12	73	- 330	- 1 749	1 007	- 2 242
Institutions financières monétaires (d)	- 51 478	- 32 689	5 931	- 7 436	- 21 443	31 460	- 32 689	- 4 656
Autres secteurs (e)	- 567	1 786	- 2 621	- 1 043	657	4 028	1 786	- 2 088
Autres avoirs	- 31	- 29	- 1	- 2	0	- 3	- 29	- 33
Engagements	42 036	25 643	- 18 910	14 129	17 255	- 15 739	25 643	28 541
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 800	- 2 078	- 613	- 289	- 570	- 694	- 2 078	- 5 432
Prêts	42 836	27 721	- 18 297	14 418	17 825	- 15 045	27 721	33 973
Autorités monétaires	1 305	- 1 291	231	498	- 580	812	- 1 291	1 813
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	1 305	- 1 291	231	498	- 580	812	- 1 291	1 813
Administrations publiques	1 577	165	297	- 359	189	- 22	165	- 493
Institutions financières monétaires (d)	45 984	29 570	- 16 220	14 932	17 249	- 16 045	29 570	35 785
Autres secteurs (e)	- 6 030	- 723	- 2 605	- 653	967	210	- 723	- 3 132

(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 19 février 2004
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9 (suite)
Balance des paiements : compte financier (suite)

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Septembre 2003 (b)	Octobre 2003 (c)	Novembre 2003 (c)	Décembre 2003 (c)	12 mois 2002 (a)	12 mois 2003 (c)
Avoirs de réserve	5 763	4 201	- 230	- 844	415	232	4 201	- 2 171
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 117	- 91	- 1	- 1	- 15	- 1	- 91	- 69
Position de réserve au FMI	- 1 136	- 603	- 62	- 7	12	451	- 603	- 1 087
Devises étrangères	7 016	4 895	- 167	- 836	418	- 218	4 895	- 1 015
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	- 33 100	- 29 207	- 3 866	4 640	- 7 158	- 7 459	- 29 207	- 10 064

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 19 février 2004
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2001 (a)	Année 2002 (a)	Septembre 2003 (b)	Octobre 2003 (c)	Novembre 2003 (c)	Décembre 2003 (c)	12 mois 2002 (a)	12 mois 2003 (c)
Total	- 5 494	- 3 119	- 10 289	7 496	- 4 194	15 415	- 3 119	31 129
Avoirs	- 51 478	- 32 689	5 931	- 7 436	- 21 443	31 460	- 32 689	- 4 656
Long terme	- 9 349	- 11 958	- 1 913	- 3 545	- 1 918	851	- 11 958	- 26 237
Euros	- 5 830	- 9 598	- 2 083	- 816	- 1 537	705	- 9 598	- 18 249
Devises	- 3 519	- 2 360	170	- 2 729	- 381	146	- 2 360	- 7 988
Court terme	- 42 129	- 20 731	7 844	- 3 891	- 19 525	30 609	- 20 731	21 581
Euros	- 35 846	- 33 626	- 208	- 806	- 10 812	27 165	- 33 626	25 829
Devises	- 6 283	12 895	8 052	- 3 085	- 8 713	3 444	12 895	- 4 248
Engagements	45 984	29 570	- 16 220	14 932	17 249	- 16 045	29 570	35 785
Long terme	1 811	23 725	1 347	1 087	2 835	7 742	23 725	39 201
Euros	4 991	14 690	- 252	989	1 138	2 053	14 690	14 219
Devises	- 3 180	9 035	1 599	98	1 697	5 689	9 035	24 982
Court terme	44 173	5 845	- 17 567	13 845	14 414	- 23 787	5 845	- 3 416
Euros	22 474	29 323	- 18 883	15 052	2 550	- 27 909	29 323	- 4 048
Devises	21 699	- 23 478	1 316	- 1 207	11 864	4 122	- 23 478	632

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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 février 2004
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

	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>				
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003
ACTIF					
Territoire national	52,9	33,4	20,4	19,7	16,4
<i>Crédits</i>	50,6	30,7	17,7	17,0	11,5
IFM	48,4	29,0	16,4	16,1	11,1
Administration centrale	1,7	1,4	1,0	0,6	0,2
Secteur privé	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,3	2,7	2,7	2,7	4,9
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,3	2,7	2,7	2,7	4,9
Secteur privé	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
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	17,6	14,3	29,2	33,8	32,5
Reste du monde	34,3	34,5	29,7	21,5	18,3
Avoirs en or	28,2	28,5	30,6	31,8	32,1
Non ventilés par zones géographiques (a)	20,7	18,2	19,1	47,7	59,6
TOTAL	153,5	128,9	129,1	154,6	158,9

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

	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>				
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003
PASSIF					
Dépôts – Territoire national	27,0	30,9	32,8	36,2	28,8
<i>IFM</i>	24,4	28,1	29,5	34,6	27,8
Administration centrale	1,1	2,0	2,5	0,8	0,3
<i>Autres secteurs (à vue)</i>	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>IFM</i>	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres secteurs</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	7,6	1,1	3,7	1,8	3,8
Non ventilés par zones géographiques	91,9	97,0	92,6	116,6	126,3
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,3	49,2	34,6	74,2	85,0
<i>Titres de créance émis</i>	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
<i>Capital et réserves</i>	34,2	38,2	42,5	38,4	35,5
<i>Autres</i>	8,4	9,6	15,6	4,0	5,8
TOTAL	153,5	128,9	129,1	154,6	158,9

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 11
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France

	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>				
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003
ACTIF					
Territoire national	2 491,0	2 560,6	2 753,7	2 875,2	3 011,4
<i>Crédits</i>	1 915,5	2 003,3	2 127,7	2 209,0	2 273,2
IFM	853,9	837,2	906,3	951,7	954,6
APU	119,9	120,8	118,3	126,8	142,2
Secteur privé	941,6	1 045,3	1 103,2	1 130,5	1 176,4
<i>Titres autres que des actions</i>	406,2	368,9	407,0	416,4	434,5
IFM ≤ 2 ans	67,9	73,5	96,6	116,2	128,8
> 2 ans	64,4	63,3	54,2	52,1	50,2
APU	192,5	147,2	151,3	152,4	162,3
Secteur privé	81,4	84,9	104,9	95,7	93,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	12,0	22,1	35,5	58,4	63,8
<i>Actions et autres participations</i>	157,2	166,3	183,5	191,4	239,9
Autres États de la zone euro	314,3	313,5	349,4	408,6	465,7
Reste du monde	425,9	467,9	507,0	513,3	500,8
Non ventilés par zones géographiques	372,4	394,6	440,2	364,6	364,0
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 341,9
	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>				
	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003
PASSIF					
Dépôts – Territoire national	1 769,5	1 754,8	1 838,8	1 920,9	2 046,1
<i>IFM</i>	884,5	847,4	868,0	927,0	933,7
<i>Administration centrale</i>	9,8	5,6	4,4	11,7	39,1
<i>Autres secteurs</i>	875,2	901,7	966,4	982,2	1 073,3
Dépôts à vue	242,4	264,9	300,3	290,9	342,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,8	56,2	63,6	60,4	49,6
> 2 ans	298,4	279,8	277,5	283,3	299,5
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	273,8	274,3	294,3	319,9	351,3
Pensions	20,9	26,5	30,7	27,7	30,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	172,2	161,4	173,7	195,4	201,6
<i>IFM</i>	150,2	139,0	149,4	170,8	173,4
<i>Autres secteurs</i>	22,0	22,4	24,2	24,5	28,2
Dépôts – Reste du monde	328,3	410,5	450,3	437,3	432,7
Non ventilés par zones géographiques	1 333,5	1 410,0	1 587,7	1 608,1	1 661,5
<i>Titres de créances émis ≤ 2 ans</i>	156,6	163,8	197,1	206,5	218,6
> 2 ans	322,3	338,3	357,0	354,9	375,6
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	181,7	213,3	258,6	303,8	327,8
<i>Capital et réserves</i>	245,0	249,3	270,5	284,1	291,9
<i>Autres</i>	428,0	445,1	504,5	458,8	447,5
TOTAL	3 603,6	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 341,9

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 3 février 2004
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	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1999 Décembre	64,9	0,4	0,3	65,6	10,9
2000 Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	4,1
2001 Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
2002 Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
2003 Janvier	81,3	0,0	0,0	81,3	13,2
Février	82,4	0,0	0,0	82,4	14,3
Mars	82,0	0,0	0,0	82,0	12,1
Avril	81,3	0,0	0,0	81,3	10,6
Mai	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	34,0	0,0	0,0	34,0	9,3
Septembre	33,8	0,0	0,0	33,8	7,9
Octobre	34,1	0,0	0,0	34,1	8,2
Novembre	33,1	0,0	0,0	33,1	4,5
Décembre	36,0	0,0	0,0	36,0	4,2

(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 3 février 2004
 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	7,1	7,6	4,2	6,5	4,7	7,6
2001	Décembre	13,0	11,0	9,7	9,4	10,8	9,8
2002	Décembre	5,7	1,3	4,5	3,8	5,2	3,4
2003	Janvier	5,6	0,2	4,9	3,5	5,9	3,4
	Février	6,0	2,0	5,4	4,4	6,4	3,6
	Mars	8,2	2,5	6,2	5,1	6,5	3,9
	Avril	7,5	1,8	6,3	4,6	7,3	5,4
	Mai	8,8	5,1	7,3	6,7	7,5	5,4
	Juin	8,5	3,3	6,9	5,7	7,2	4,5
	Juillet	8,9	5,4	7,2	6,7	7,6	5,8
	Août	9,8	4,9	7,4	5,8	7,2	4,5
	Septembre	8,9	3,6	6,9	4,4	6,5	2,7
	Octobre	9,6	6,3	6,9	5,5	7,0	4,2
	Novembre	9,0	5,0	6,6	4,5	6,5	3,3
	Décembre	8,1	6,4	6,3	5,7	6,0	3,7

(a) La « contribution française » aux agrégats de la zone euro, selon la définition harmonisée arrêtée par l'Eurosystème, mesure les engagements monétaires des 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 3 février 2004
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	4,3	7,2	9,6	9,6
2001	Décembre	5,6	5,7	6,3	6,7	7,7	7,9	6,1	6,0
2002	Décembre	9,5	5,1	6,5	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
2003	Janvier	8,9	3,7	6,5	5,1	7,2	4,6	4,9	3,6
	Février	9,9	6,0	7,3	6,4	8,0	5,0	5,2	4,1
	Mars	11,5	6,4	7,9	7,0	7,9	5,3	4,7	3,6
	Avril	10,9	6,2	8,0	6,7	8,7	6,9	4,7	2,8
	Mai	11,8	8,7	8,8	8,4	8,8	6,7	4,7	2,8
	Juin	11,3	6,9	8,4	7,4	8,4	5,7	4,6	3,1
	Juillet	11,5	8,6	8,6	8,2	8,7	7,0	4,9	3,6
	Août	12,2	8,1	8,7	7,4	8,4	5,7	5,0	3,1
	Septembre	11,2	6,7	8,1	5,9	7,6	3,9	4,9	3,4
	Octobre	11,8	9,1	8,1	6,9	8,0	5,3	5,1	3,6
	Novembre	11,2	7,9	7,8	6,0	7,5	4,4	5,6	5,0
	Décembre	10,3	8,9	7,5	7,1	7,0	4,8	5,4	5,2

(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 3 février 2004
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
1999	Décembre	162,0	95,2	38,4	295,6	13,3	308,9	9,3
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
2001	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
2002	Décembre	187,1	116,5	56,0	359,6	14,4	374,0	1,5
2003	Janvier	181,7	103,7	55,5	340,9	15,6	356,5	0,5
	Février	177,2	102,0	56,1	335,2	16,2	351,5	1,6
	Mars	179,8	104,2	55,4	339,4	15,4	354,7	1,9
	Avril	186,2	104,1	55,0	345,3	14,6	359,9	1,7
	Mai	183,1	106,4	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	338,6	12,8	351,3	5,4
	Septembre	195,6	108,4	35,7	339,6	15,6	355,2	3,6
	Octobre	197,5	104,8	37,7	340,0	13,7	353,7	6,3
	Novembre	197,4	110,2	35,6	343,3	13,5	356,7	4,7
	Décembre	201,9	118,6	39,2	359,7	19,2	378,9	6,0

(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 3 février 2004
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
1999	Décembre	101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,1
2000	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
2001	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
2002	Décembre	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7
2003	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
	Octobre	110,2	15,2	35,3	42,5	51,8	5,6	83,6	344,2	10,7
	Novembre	109,6	15,0	35,3	42,3	52,0	5,6	83,7	343,5	10,0
	Décembre	112,0	15,5	36,0	43,2	53,8	5,7	85,2	351,3	9,8

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2004
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
1999 Décembre	14,4	18,7	0,4	33,5	6,8	40,2	2,0
2000 Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
2001 Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002 Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003 Janvier	28,6	23,8	0,3	52,7	5,7	58,4	- 3,1
Février	27,1	23,8	0,5	51,4	5,9	57,3	- 7,8
Mars	25,8	26,0	0,6	52,3	5,9	58,3	- 9,0
Avril	24,9	25,3	0,6	50,7	4,5	55,2	- 19,9
Mai	24,1	25,0	0,6	49,7	5,1	54,7	- 15,7
Juin	22,9	25,3	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	- 16,7
Septembre	21,5	24,9	0,4	46,8	4,5	51,3	- 18,2
Octobre	21,5	25,1	0,2	46,7	5,5	52,3	- 18,7
Novembre	21,1	25,7	0,4	47,2	5,7	52,9	- 17,4
Décembre	20,5	23,4	0,4	44,3	5,3	49,6	- 17,0

> 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
1999 Décembre	188,7	73,1	27,3	3,9	0,1	293,0	5,4	298,4	1,8
2000 Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
2001 Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
2002 Décembre	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3	2,1
2003 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	17,4	8,4	0,1	279,3	10,9	290,2	5,2
Août	208,4	45,9	17,0	8,6	0,1	279,9	10,9	290,8	5,1
Septembre	208,8	45,8	17,1	9,2	0,1	281,0	11,1	292,1	5,7
Octobre	209,0	45,5	17,1	9,3	0,1	281,1	11,3	292,3	6,0
Novembre	209,3	45,2	16,8	9,5	0,1	280,9	11,3	292,2	6,0
Décembre	216,5	46,0	16,3	9,7	0,1	288,6	10,9	299,5	4,9

(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 3 février 2004
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	Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	institutions financières monétaires (c)	Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	741,3	99,8	212,4	10,2	1 063,7	5,5
2000	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
2002	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
2003	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	3,5
	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	965,5	111,5	192,5	17,3	1 286,8	3,8
	Octobre	973,9	112,5	191,6	18,2	1 296,3	4,4
	Novembre	980,2	111,8	195,8	19,1	1 306,9	5,3
	Décembre	986,1	115,6	199,2	18,1	1 319,1	6,0

(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
1999	Décembre	942,0	6,4	121,6	- 1,5	1 063,7	5,5
2000	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
2002	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	Janvier	1 130,6	3,0	121,4	3,1	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	3,5
	Juillet	1 162,4	3,4	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	1 159,8	3,3	127,0	7,6	1 286,8	3,8
	Octobre	1 168,1	3,7	128,1	11,1	1 296,3	4,4
	Novembre	1 176,4	4,8	130,5	9,8	1 306,9	5,3
	Décembre	1 176,7	5,1	142,3	13,7	1 319,1	6,0

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2004
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
1999	Décembre	160,8	140,0	159,0	459,8	6,4
2000	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	11,9
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,6
2002	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0	3,0
2003	Janvier	201,8	159,8	166,6	528,2	2,5
	Février	201,9	159,3	165,1	526,3	2,9
	Mars	202,9	160,3	167,9	531,1	2,0
	Avril	204,0	158,9	168,3	531,2	1,5
	Mai	203,0	154,7	168,7	526,4	1,5
	Juin	204,5	151,6	169,8	525,9	0,4
	Juillet	205,2	149,7	169,1	524,0	- 0,4
	Août	204,6	149,0	169,2	522,8	- 0,3
	Septembre	204,7	142,6	169,4	516,8	- 0,9
	Octobre	205,2	141,8	171,4	518,4	- 0,9
	Novembre	207,0	140,5	170,8	518,3	- 0,8
	Décembre	209,0	135,9	171,8	516,6	- 1,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2004
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
1999	Décembre	285,1	92,5	76,9	454,5	7,8
2000	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,8
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	5,8
2002	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8	7,5
2003	Janvier	352,8	106,9	81,4	541,1	7,0
	Février	354,5	106,5	84,3	545,2	7,5
	Mars	356,8	108,1	83,2	548,1	7,5
	Avril	358,9	108,7	83,3	551,0	7,3
	Mai	360,3	109,1	83,7	553,0	7,0
	Juin	363,0	110,5	83,2	556,6	7,1
	Juillet	368,9	110,5	83,1	562,5	7,4
	Août	371,8	109,2	82,7	563,7	7,3
	Septembre	375,9	110,6	83,0	569,5	7,7
	Octobre	379,1	111,5	82,4	573,1	7,8
	Novembre	381,1	112,0	82,5	575,6	8,1
	Décembre	385,4	113,4	82,2	581,0	7,9

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 février 2004
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
1999	Décembre	41,2	154,2	195,4	22,2
2000	Décembre	56,4	180,8	237,2	21,9
2001	Décembre	56,2	238,7	295,0	23,7
2002	Décembre	42,6	252,4	295,0	0,8
2003	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	269,0	314,0	7,4
	Août	45,3	269,8	315,1	8,1
	Septembre	42,4	267,8	310,1	6,6
	Octobre	41,9	269,2	311,0	7,3
	Novembre	39,4	270,2	309,5	6,5
	Décembre	34,3	271,3	305,5	4,9

Source : Banque de France

Réalisé le 4 février 2004
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
1999	Décembre	34,9	585,4	620,3	4,0
2000	Décembre	43,2	607,8	650,9	4,9
2001	Décembre	52,4	636,4	688,8	5,8
2002	Décembre	88,2	657,8	745,9	8,4
2003	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	726,4	833,0	14,1
	Octobre	115,4	716,9	832,3	12,6
	Novembre	113,3	720,9	834,1	13,2
	Décembre	108,7	721,0	829,7	11,4

Source : Banque de France

Réalisé le 4 février 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23
Endettement intérieur total (EIT)
 Répartition par agents

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

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
1999	Décembre	469,9	841,6	784,9	2 096,4	6,9
2000	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4	9,6
2001	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8	7,2
2002	Décembre	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4	5,4
2003	Janvier	556,7	1 101,7	913,1	2 571,4	5,2
	Février	561,0	1 108,3	932,0	2 601,3	5,9
	Mars	563,8	1 119,3	949,8	2 632,9	6,2
	Avril	566,9	1 124,7	949,0	2 640,7	6,2
	Mai	569,1	1 124,4	972,3	2 665,8	6,9
	Juin	572,5	1 116,7	990,6	2 679,8	6,2
	Juillet	578,4	1 114,4	946,9	2 639,8	6,7
	Août	579,7	1 117,2	948,0	2 645,0	6,9
	Septembre	585,4	1 102,1	972,9	2 660,4	7,3
	Octobre	589,2	1 108,6	972,4	2 670,3	6,9
	Novembre	591,9	1 107,3	975,7	2 674,8	6,8
	Décembre	597,3	1 104,7	984,0	2 686,1	6,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 4 février 2004
 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 Décembre 2003	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Endettement intérieur total	2 686,1	7,2	5,4	6,8	6,5
Ménages et assimilés (a)	597,3	5,8	7,0	7,9	7,7
≤ 1 an	35,4	6,1	3,9	0,7	- 1,1
> 1 an	561,9	5,8	7,2	7,3	7,3
Sociétés non financières	1 104,7	10,5	2,8	2,1	2,0
≤ 1 an	367,4	3,0	- 4,1	- 0,7	0,4
> 1 an	737,3	15,1	6,6	3,6	2,7
Administrations publiques	984,0	4,3	7,6	12,0	11,2
≤ 1 an	137,5	7,7	38,6	23,8	16,7
> 1 an	846,5	3,8	3,2	9,9	10,2
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 291,8	3,8	5,0	3,9	4,2
Ménages et assimilés (a)	597,3	5,8	7,0	7,9	7,7
≤ 1 an	35,4	6,1	3,9	0,7	- 1,1
> 1 an	561,9	5,8	7,2	7,3	7,3
Sociétés non financières	549,9	3,6	3,0	- 0,8	- 1,0
≤ 1 an	121,7	- 6,1	- 7,3	- 4,3	- 0,4
> 1 an	428,2	7,1	6,3	0,3	- 1,2
Administrations publiques	144,5	- 2,7	5,2	7,0	11,4
≤ 1 an	18,9	- 16,4	39,3	- 19,6	5,4
> 1 an	125,5	- 0,9	1,4	11,9	12,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	249,2	13,4	4,9	3,7	5,3
Financements de marchés	1 135,2	10,6	6,1	11,3	9,6
Sociétés non financières	305,5	23,7	0,8	6,5	4,9
≤ 1 an	34,3	- 1,1	- 24,9	- 10,1	- 20,2
> 1 an	271,3	31,4	7,0	9,4	9,2
Administrations publiques	829,7	5,8	8,4	13,2	11,4
≤ 1 an	108,7	21,6	68,1	43,6	23,3
> 1 an	721,0	4,7	3,5	9,6	9,8
Financement monétaire du Trésor public	9,9	1,3	1,2	3,2	5,1

(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 4 février 2004
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans
1999	Décembre	2,25	nd	nd	nd
2000	Décembre	3,00	nd	nd	nd
2001	Décembre	3,00	nd	nd	nd
2002	Décembre	3,00	nd	nd	nd
2003	Janvier	3,00	3,08	3,19	3,90
	Février	3,00	3,08	3,18	4,09
	Mars	3,00	3,09	2,88	3,82
	Avril	3,00	3,19	2,88	3,85
	Mai	3,00	3,09	2,88	3,72
	Juin	3,00	3,19	2,84	3,76
	Juillet	3,00	3,04	2,55	3,70
	Août	2,25	2,51	2,55	3,70
	Septembre	2,25	2,59	2,77	3,76
	Octobre	2,25	2,59	2,32	3,84
	Novembre	2,25	2,53	2,74	3,83
	Décembre	2,25	2,51	2,72	4,04

NB : Nouvelles statistiques de taux d'intérêt résultant de la collecte mise en place début 2003. Des séries longues seront publiées prochainement.

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 25
Coût du crédit

		(taux mensuels moyens en %)			
		Crédits à la consommation (a)	Crédits à l'habitat aux ménages (b)	Crédits aux sociétés non financières	
				(c)	(d)
1999	Décembre	nd	nd	nd	nd
2000	Décembre	nd	nd	nd	nd
2001	Décembre	nd	nd	nd	nd
2002	Décembre	nd	nd	nd	nd
2003	Janvier	7,11	5,31	4,22	3,11
	Février	6,74	5,05	4,20	3,48
	Mars	6,37	4,92	3,83	3,27
	Avril	6,30	4,79	4,00	3,22
	Mai	6,16	4,66	3,89	3,30
	Juin	6,21	4,62	3,57	3,08
	Juillet	6,90	4,44	3,51	2,86
	Août	6,74	4,40	3,25	3,00
	Septembre	6,79	4,40	3,39	3,03
	Octobre	5,95	4,42	3,67	2,80
	Novembre	5,92	4,49	3,61	2,89
	Décembre	6,08	4,67	3,60	2,88

NB : Nouvelles statistiques de taux d'intérêt résultant de la collecte mise en place début 2003. Des séries longues seront publiées prochainement.

- (a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure ou égale à un an et inférieure à 5 ans
 (b) PFIT supérieure ou égale à 10 ans
 (c) PFIT inférieure à un an et montant initial inférieur à 1 million d'euros
 (d) PFIT supérieure ou égale à un an et montant initial supérieur ou égal à 1 million d'euros
 nd : non disponible

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	<i>(en %)</i>		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} octobre 2003	Taux effectif pratiqué au 4 ^e trimestre 2003	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2004
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	6,88	5,08	6,77
Prêts à taux variable	6,40	4,58	6,11
Prêts relais	7,12	5,28	7,04
<i>Crédits de trésorerie (a)</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 1 524 euros	21,25	15,64	20,85
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	16,84	12,39	16,52
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 1 524 euros	9,96	7,20	9,60
Crédits aux entreprises			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	8,72	6,25	8,33
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,49	4,75	6,33
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	6,79	4,86	6,48
Découverts en compte (b)	11,19	8,14	10,85
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	8,73	6,50	8,67

NB : Informations publiées au Journal officiel du 20 décembre 2003

(a) À la suite de la mise en application du décret relatif au calcul du taux effectif global des crédits à la consommation des ménages (Décret n° 2002-928 du 10 juin 2002), les TEG et les seuils de l'usure associés applicables à compter du 1^{er} juillet 2002 sont déterminés selon la méthode équivalente et non plus proportionnelle.

(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 22 décembre 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 2004)

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

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Total
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques													
Valeur nominale	52												52
Prix d'émission	99,87												
Émission brute	52												52
OAT 4 % Octobre 2013													
Valeur nominale	3 480												3 480
Prix d'émission	97,83												
Émission brute	3 404												3 404
OATéi 2,25 % Juillet 2020													
Valeur nominale	4 000												4 000
Prix d'émission	98,87												
Émission brute	3 955												3 955
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	3 063												3 063
Prix d'émission	111,94												
Émission brute	3 429												3 429
TOTAL													
Valeur nominale	10 595												10 595
Émissions brutes	10 841												10 841
Amortissements	0												0
Émissions nettes	10 841												10 841
TOTAL CUMULÉ 2004													
Valeur nominale	10 595												10 595
Émissions brutes	10 841												10 841
Amortissements	0												0
Émissions nettes	10 841												10 841
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	66 277	66 309	
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457	58 895	62 842	67 207	67 238	
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988	15 988	31 353	33 753	33 783	
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469	42 908	31 487	33 452	33 455	

NB : Montant exprimé en prix d'émission hors coupon couru, net des opérations de restructuration de la dette par échange ou rachat de titre, le prix d'émission correspondant au prix moyen pondéré

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en janvier 2004)

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 5,75 % Octobre 2032	1	95	3 428,72	111,94	5,75	4,96	25.10.2032	13.01.2004
OAT 4 % Octobre 2013	1	95	3 404,48	97,83	4,00	4,27	25.10.2013	13.01.2004
OATi 3 % Juillet 2009 Pers. Phys.	2	95	0,07	117,31	3,00	1,29	25.07.2009	26.01.2004
OAT 4 % Octobre 2013 Pers. Phys.	3	95	51,74	99,87	4,00	4,02	25.10.2013	26.01.2004
OAT€i 2,25 % Juillet 2020	4	95	3 954,80	98,87	2,25	nd	25.07.2020	22.01.2004
Natexis BP Eonia Janvier 2004	5	33	44,90	99,78	ENA		14.01.2006	14.01.2004
Natexis BP Eonia Janvier 2004	5	33	43,90	99,78	ENA		14.01.2006	14.01.2004
DMA 4 % Janvier 2004 O.F. EMTN	6	49	998,74	99,87	4,00		26.01.2011	23.01.2004
DMA 5,25 % Janv 2004 EMTN O. F.	6	49	160,75	107,17	5,25		06.02.2017	27.01.2004
CFF 4,25 % Janvier 2004 O.F.	6	49	996,11	99,61	4,25		29.01.2014	29.01.2004
TOTAL			13 090,77					
(Pour mémoire coupon couru)			121,30					

(a) Cf. page suivante

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

(c) Taux minimum pour les emprunts à taux variable ou révisable ; rendement réel pour les émissions indexées sur l'inflation

nd : non disponible

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en janvier 2004) (suite)

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuariel retenus sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 2 **OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation destinée aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2004, sera calculé *pro rata temporis* et s'élèvera à 0,01484 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2004 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424).
- 3 **OAT 4 % octobre 2013 destinée aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 octobre 2004, sera calculé *pro rata temporis* et s'élèvera à 0,02984 euro par obligation. **Assimilation** le 25 octobre 2004 à « l'OAT 4 % Octobre 2013 » (ISIN FR0010011130).
- 4 **OAT€i 2,25 % juillet 2020 indexée sur l'indice harmonisé des prix à la consommation, hors tabac, de la zone euro (OAT€i)**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 2,25 % calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,00513 au 22/01/2004). **Remboursement** le 25 juillet 2020 à un prix correspondant au montant nominal de l'OAT€i (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 5 **Intérêt** : le taux d'intérêt est indexé sur l'Eonia et sera payable annuellement à terme échu le 14 janvier de chaque année.
- 6 **Obligations foncières** émises dans le cadre du programme d'*Euro Medium Term Note*.

Tableau 29

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

Tous marchés

(flux en numéraire à la date de règlement, en milliards d'euros)

	2002				2003					
	Émissions brutes		Émissions nettes		Émissions brutes			Émissions nettes		
	Déc.	Année	Déc.	Année	Nov.	Déc.	Année	Nov.	Déc.	Année
Émissions en euros	6,7	201,0	1,1	59,1	18,3	8,8	265,5	10,4	1,4	111,9
Administrations publiques	0,6	98,0	- 1,0	24,2	7,4	0,1	135,8	4,1	0,0	65,0
<i>dont État</i>	<i>0,0</i>	<i>96,0</i>	<i>- 1,5</i>	<i>27,4</i>	<i>7,4</i>	<i>0,0</i>	<i>120,2</i>	<i>4,3</i>	<i>0,0</i>	<i>50,1</i>
Institutions financières monétaires	2,8	68,8	- 0,4	18,0	7,0	6,5	75,7	5,0	0,0	24,9
Institutions financières non monétaires	0,0	3,9	- 0,1	1,5	0,0	0,0	2,8	- 0,7	0,0	0,7
Sociétés non financières	3,4	30,2	2,5	15,4	3,9	2,2	51,3	1,9	1,4	21,3
Émissions en devises	1,9	33,5	- 0,1	5,6	1,7	2,4	28,6	- 0,4	1,3	8,8
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	- 1,8	0,0	0,1	0,5	- 0,3	0,1	- 0,2
Institutions financières monétaires	1,4	26,8	- 0,1	6,3	1,6	1,1	21,9	0,1	0,3	7,2
Institutions financières non monétaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	0,5	6,6	0,0	1,0	0,2	1,1	6,1	- 0,1	0,8	1,9

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

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
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

(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003		
	Décembre	Décembre	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
Titres en euros	1 079,5	1 157,3	1 215,1	1 314,1	1 324,8	1 326,2
Administrations publiques	600,0	630,6	655,0	714,5	718,8	718,8
<i>dont État</i>	<i>573,0</i>	<i>600,4</i>	<i>627,9</i>	<i>672,5</i>	<i>676,9</i>	<i>676,9</i>
Institutions financières monétaires	294,9	300,9	316,7	336,7	342,0	341,9
Institutions financières non monétaires	27,6	29,6	31,1	32,5	31,8	31,8
Sociétés non financières	157,1	196,2	212,3	230,3	232,3	233,7
Titres en devises	96,4	124,0	115,0	114,4	111,3	108,6
Administrations publiques	6,7	4,8	2,7	2,4	2,1	2,2
Institutions financières monétaires	64,2	74,7	71,1	72,5	70,7	68,3
Institutions financières non monétaires	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Sociétés non financières	24,6	43,9	40,6	38,8	37,9	37,6

Source : Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
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	
2002										
Janvier	109,9	76,5	50,9	43,9	6,9	3,8	25,4	5,1	3,0	325,4
Février	110,6	78,3	49,7	42,5	7,0	3,8	23,2	4,2	3,0	322,3
Mars	109,8	78,1	49,6	44,4	7,6	3,8	25,0	3,8	2,9	325,0
Avril	113,6	76,2	49,8	41,8	6,4	3,8	24,8	3,4	2,8	322,6
Mai	115,5	73,8	49,0	45,2	6,0	4,8	25,4	3,1	2,7	325,5
Juin	120,3	66,9	49,0	42,3	4,1	5,7	23,0	2,9	1,3	315,5
Juillet	125,0	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	320,0
Août	126,5	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,9
Septembre	127,9	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,9
Octobre	129,3	67,5	48,3	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	322,2
Novembre	137,7	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,5
Décembre	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
2003										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	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	154,0	67,3	45,9	38,8	1,8	5,1	14,1	1,6	0,9	329,5
Juillet	159,3	69,1	46,4	36,3	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	333,3
Août	163,7	69,4	46,4	34,2	1,5	5,2	13,3	1,4	1,0	336,1
Septembre	159,6	67,5	46,4	30,7	1,7	5,2	12,4	1,5	1,0	326,0
Octobre	160,5	66,9	46,9	29,5	1,8	5,3	13,0	1,5	1,2	326,6
Novembre	162,5	64,5	47,5	28,7	1,0	5,3	12,4	1,1	1,2	324,2
Décembre	155,8	59,2	48,5	25,4	0,7	5,2	14,3	0,7	0,9	310,7
2004										
Janvier	172,5	62,3	48,2	25,1	0,2	5,3	14,2	0,5	0,9	329,2

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 5 février 2004
 DOM – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

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

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

	Décembre 2001 (p)	Mars 2002 (p)	Juin 2002 (p)	Septembre 2002 (p)	Décembre 2002 (p)	Mars 2003 (p)	Juin 2003 (p)	Septembre 2003 (p)
Encours des non-résidents (a)								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres	404,3	412,5	342,8	257,9	279,3	245,6	260,8	276,2
Source : Position extérieure	485,2	494,9	419,3	302,2	339,2	291	342,8	352,6
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	242,6	251,2	263,5	265,1	278,4	296,8	317,7	314,3
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	138,9	144,8	152,3	171,9	181,8	200,6	204,1	215,0
Source : Position extérieure	145,9	151	157,8	167,8	171,7	184,4	194,6	198,4
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	96,7	100,2	105,7	97,3	106,7	112,4	123,1	115,9
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	40,4	42,0	43,1	39,4	36,7	35,1	35,1	38,8
Source : Position extérieure	189,8	187,8	187,5	191,4	188,8	190,5	200,5	206,3
Part des non-résidents (d)								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres	36,5	36,9	36,5	35,9	35,9	35,2	32,9	34,4
Source : Position extérieure	39,3	39,2	39,4	38,1	39,2	38,8	38,7	39,5
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	34,8	35,2	35,5	34,7	35,8	36,2	37,3	36,5
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres	32,5	33,2	35,0	36,0	38,6	41,1	41,6	41,9
Source : Position extérieure	30,2	30,3	31,1	31,1	32,1	32,6	34,2	33,8
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	45,2	46,6	45	43,6	44	44	43,6	42,3
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres	13,5	14,2	14,6	13,0	11,9	11	12,1	13,0
Source : Position extérieure	37,3	36,8	37,0	37,8	36,3	36,9	38,1	39,2
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB								
1. Actions cotées	84,3	85,7	71,8	53,2	57,4	49	57,7	57,9
2. Dette publique négociable	47,6	48,5	50	51,2	51,6	53,6	55,4	55,9
3. Autres obligations (hors État)	34,8	34,6	34,2	33,9	34,5	33,7	34,2	34,1

(p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SEVAM) et Position extérieure (DBDP – SEMEX) — Dans la base 1995 de la comptabilité nationale, les données de la position extérieure sont reprises dans les comptes nationaux – compte financier du reste du monde (DESM – SESOF).

Les différences entre les résultats de l'enquête-titres et ceux de la position extérieure tiennent à la vocation spécifique des deux recensements statistiques, en particulier :

– l'enquête du SEVAM repose sur les informations des principales conservations résidentes et a pour objectif de mesurer l'activité de la place de Paris pour les valeurs françaises aussi bien qu'étrangères, alors que la position extérieure vise à recenser les encours de titres français détenus par les non-résidents quel que soit leur lieu de conservation et tend donc, de ce point de vue, à l'exhaustivité ;

– l'enquête du SEVAM comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire (conforme au sens juridique de la détention), tandis que, dans la position extérieure, elles demeurent à l'actif du cédant (conformément au 5^e Manuel du FMI et au SEC 95).

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

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

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

– l'enquête-titres du SEVAM rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;

– la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source DESM).

Source : Banque de France

Réalisé le 22 décembre 2003

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 74 90

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	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
	Octobre	19 348	1 530	2 248	688		
	Novembre	16 774	1 133	1 875	393		
	Décembre	15 675			629		

Source : Banque de France

Réalisé le 30 janvier 2004
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	Novembre 2002	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
Sicav	316,4	328,0	311,6	287,3	275,1	276,6	271,4
Monétaires	125,3	121,4	131,2	143,7	139,8	137,9	131,9
Obligations	63,8	57,3	54,3	47,7	47,7	43,7	43,6
Actions	88,6	105,0	87,0	65,5	59,8	66,6	67,3
Diversifiées	38,2	43,5	38,7	30,0	27,4	28,0	28,2
Garantis	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCP	331,4	414,7	449,1	489,8	477,4	568,0	572,4
Monétaires	51,5	81,3	102,5	132,0	124,6	152,9	148,8
Obligations	57,6	69,6	80,7	94,4	95,1	113,8	114,3
Actions	66,1	76,6	76,9	67,3	62,2	79,5	81,4
Diversifiés	123,2	154,1	151,8	151,9	149,2	166,0	170,1
Garantis	33,0	33,1	37,2	44,2	46,3	55,8	57,8
OPCVM	647,8	742,7	760,7	777,1	752,5	844,6	843,8
Monétaires	176,8	202,7	233,7	275,7	264,4	290,8	280,7
Obligations	121,4	126,9	135,0	142,1	142,8	157,5	157,9
Actions	154,7	181,6	163,9	132,8	122,0	146,1	148,7
Diversifiés	161,4	197,6	190,5	181,9	176,6	194,0	198,3
Garantis	33,5	33,9	37,6	44,6	46,7	56,2	58,2

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 : Autorité des marchés financiers

Réalisé le 21 janvier 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

(en %)

	Décembre 1999	Décembre 2000	Décembre 2001	Novembre 2002	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003
OPCVM monétaires	2,6	3,9	4,3	3,2	3,2	2,3	2,3
OPCVM obligataires	- 1,4	4,9	4,9	4,5	7,2	4,9	4,1
OPCVM actions	47,9	- 3,4	- 19,2	- 23,3	- 31,7	2,8	14,8
OPCVM diversifiés	25,9	- 0,3	- 6,6	- 10,1	- 14,1	3,4	7,8
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 21 janvier 2004
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)

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
Target	1 033	1 299	1 552	1 650	1 569	1 615	1 633	87
Transfrontière	432	506	485	537	518	527	556	30
Domestique	601	793	1 066	1 114	1 051	1 088	1 077	57
Systèmes nets	445	456	269	252	238	230	246	13
PNS	86	88	78	71	63	64	69	4
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0
POPS	nd	nd	2	2	1	1	2	0
Euro 1 (ABE)	195	205	188	175	173	164	174	9
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	1 807	1 845	1 879	100

Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
Target	188 157	211 282	253 016	262 263	262 066	266 745	287 701	59
Transfrontière	39 878	45 273	53 858	59 825	62 675	61 380	64 476	13
Domestique	148 279	166 009	199 158	201 503	199 391	205 365	223 225	46
Systèmes nets	173 704	200 604	174 147	191 419	196 533	188 624	199 366	41
PNS	21 759	31 512	29 686	28 764	28 629	26 785	30 426	6
EAF	51 041	50 991	—	—	—	—	—	—
SEPI	3 837	5 375	6 965	6 991	6 593	6 553	6 705	1
POPS	nd	nd	2 592	2 401	2 069	1 989	2 251	ns
Euro 1 (ABE)	97 067	112 727	134 905	152 350	159 242	153 297	159 984	33
Total	361 861	411 886	427 163	453 682	458 599	455 369	487 067	100

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

ns : non significatif

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasirrot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 5 février 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

France

Capitaux échangés

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
Target	267	345	356	378	362	365	370	84
Transfrontière (en émission)	60	75	69	75	70	72	79	18
(Transfrontière en réception)	62	(75)	(69)	(76)	(77)	(72)	(79)	(18)
Domestique (TBF)	207	270	287	302	292	293	291	66
PNS	86	88	78	71	63	64	69	16
Total	353	433	435	449	425	429	439	100

Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
Target	11 903	14 966	14 958	15 155	15 502	14 994	16 600	35
Transfrontière (en émission)	4 515	5 309	6 471	6 802	7 138	6 816	7 348	16
(Transfrontière en réception)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(8 238)	(7 321)	(7 707)	(16)
Domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	8 364	8 178	9 252	20
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	28 629	26 785	30 426	65
Total	33 532	46 478	44 644	43 918	44 131	41 779	47 026	100

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
Titres français négociables	10,6	12,0	10,7	10,8	9,8	10,8	12,5	52,1
Créances privées (PGI-TRICP)	13,3	10,9	8,4	7,0	6,5	5,9	5,0	20,8
Titres mobilisés par le CCBM	3,3	2,2	2,2	4,2	4,4	5,1	5,1	21,3
Titres mobilisés par les liens	2,2	1,9	3,5	3,3	3,6	2,9	1,4	5,8
Total	31,9	27,3	24,8	25,3	24,3	24,7	24,0	100,0

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

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 5 février 2004
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)

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
France	353	433	435	449	425	429	439	23,4
Target transfrontière	60	75	69	75	70	72	79	4,2
Target domestique (TBF)	207	270	287	302	292	293	291	15,5
PNS	86	88	78	71	63	64	69	3,7
Allemagne	368	457	489	504	467	482	503	26,8
Target transfrontière	111	131	129	141	133	139	145	7,7
Target domestique (ELS puis RTGS+)	94	164	360	364	334	343	358	19,1
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
Espagne	136	209	250	276	266	288	243	12,9
Target transfrontière	16	20	18	20	20	21	21	1,1
Target domestique (SLBE)	118	188	231	255	245	266	221	11,8
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,1
Italie	109	107	99	97	90	94	106	5,6
Target transfrontière	37	39	34	33	30	31	34	1,8
Target domestique (BI-REL)	72	67	64	64	60	63	72	3,8
Royaume-Uni	95	118	111	122	119	115	121	6,4
Target transfrontière	75	91	85	93	94	90	94	5,0
Target domestique (Chaps Euro) (a)	20	27	26	29	25	25	27	1,4
Autres	416	432	437	451	441	438	466	24,8
TOTAL	1 477	1 756	1 821	1 899	1 808	1 846	1 878	100

Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Octobre	Novembre	Décembre	
France	33 532	46 478	44 644	43 918	44 131	41 779	47 026	9,7
Target transfrontière	4 515	5 309	6 471	6 802	7 138	6 816	7 348	1,5
Target domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	8 364	8 178	9 252	1,9
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	28 629	26 785	30 426	6,2
Allemagne	135 329	158 866	125 070	128 670	126 478	129 196	140 895	28,9
Target transfrontière	14 433	14 715	16 852	18 035	18 443	18 343	19 142	3,9
Target domestique (ELS puis RTGS+)	69 962	93 160	108 218	110 635	108 035	110 853	121 753	25,0
EAF	50 933	50 991	—	—	—	—	—	—
Espagne	13 243	15 780	19 065	20 114	19 932	19 925	21 171	4,3
Target transfrontière	1 080	1 230	1 731	2 340	2 559	2 598	2 925	0,6
Target domestique (SLBE)	8 329	9 175	10 369	10 784	10 780	10 774	11 541	2,4
SEPI	3 833	5 375	6 965	6 991	6 593	6 553	6 705	1,4
Italie	40 787	40 208	37 696	36 985	37 842	39 119	42 672	8,8
Target transfrontière	4 572	5 334	6 173	6 746	7 111	7 292	7 575	1,6
Target domestique (BI-REL)	36 214	34 874	31 523	30 239	30 731	31 827	35 097	7,2
Royaume-Uni	7 851	10 156	14 370	16 834	17 442	16 919	18 041	3,7
Target transfrontière	4 902	6 503	9 555	11 392	11 985	11 468	12 385	2,5
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 949	3 653	4 815	5 442	5 457	5 451	5 656	1,2
Autres	131 120	140 399	186 317	205 313	212 773	208 431	217 261	44,6
TOTAL	361 861	411 886	427 163	451 834	458 598	455 369	487 066	100,0

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

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidación del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

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 5 février 2004
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

Comment évaluer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ?

Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne

Le « paradoxe de la crédibilité » en question

Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ?

La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2003

Enquête financière – Quatrième trimestre 2003

Résumés d'études

Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003

Structures et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003

Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 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. des Études de marché et des Relations avec la place 47 59

Dir. des Études économiques et de la Recherche – 73 00

Dir. des Relations internationales et européennes 70 58

Dir. de la Balance des paiements 97 80

Dir. des Études économiques et de la Recherche – SEPMF 91 63

Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SESOF (conjointement avec la Direction de la Prévision et de l'analyse économique du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie) 28 12

Dir. des Entreprises – Observatoire des Entreprises 26 19

Dir. de la Conjoncture – SSC 49 43

Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SEVAM 49 16

Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SEVAM 49 16

Dir. de la Conjoncture – SCC 49 43

DEMANDE D'ABONNEMENT AU BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

à adresser à : BANQUE DE FRANCE
07-1050 Relations avec le public
75049 PARIS CEDEX 01

NOM ou RAISON SOCIALE :
.....
.....

ACTIVITÉ : **CODE NAF :**

ADRESSE :
.....
.....

N° SIRET :

TÉLÉPHONE ¹ :

La loi 78-17 du 6.01.1978 prévoit un droit d'accès et de rectification des renseignements individuels recueillis dans le présent document à l'usage exclusif de la Banque de France. Leur communication à des tiers ne peut être effectuée que dans les cas prévus par la loi.

Ressortissants de l'Union européenne :

N° IDENTIFIANT TVA :

¹ Personnes morales uniquement

