

N° 124

---

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

---

AVRIL 2004

---

  
BANQUE DE FRANCE  
EUROSYSTÈME

---



# Sommaire

Page

## Éditorial

**Les mouvements de capitaux en 2003**

## Actualité

- |  |           |
|--|-----------|
| <b>1. La situation économique de la France</b>           | <b>1</b>  |
| <b>2. La monnaie, les placements et les financements</b> | <b>13</b> |
| <b>3. Les marchés de capitaux</b>                        | <b>23</b> |

## Études

**La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40  
par les non-résidents de 1997 à 2002** 33

**Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne** 49

### Résumé d'étude

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques  
au quatrième trimestre 2003 71

**Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France*** 73

## Statistiques

75

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

*Achévé de rédiger le 20 avril 2004*

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



## Les mouvements de capitaux en 2003

Suivant un processus de long terme qui s'est accéléré de nouveau au cours des dernières années, les économies s'ouvrent sur l'extérieur. Comme les États-Unis, les pays européens participent pleinement au mouvement, par la formation et les avancées successives de l'Union européenne et par leur insertion croissante dans les échanges internationaux. Les Européens sont donc de longue date attentifs à la compétitivité externe, qui conditionne les performances à l'exportation et contribue, *in fine*, à la croissance.

La création de la zone euro, qui permet aux investisseurs de s'implanter dans les pays de cette zone sans risque de change, associée à la concurrence toujours plus vive des pays émergents, souligne l'importance du concept d'attractivité du territoire. Nombreux sont d'ailleurs les organismes, publics ou privés, nationaux ou internationaux, qui élaborent des indicateurs évaluant la capacité des pays à attirer ou à retenir les capitaux, les compétences et les activités.

Une mesure de l'attractivité réside dans les statistiques de flux financiers de la balance des paiements et de stocks de la position extérieure. Que nous apprennent les chiffres en flux les plus récents concernant la France ?

Les flux d'investissements directs étrangers en France (IDEF), avec un total de 42 milliards d'euros, ont baissé de près de 20 % en 2003, essentiellement sous l'effet d'une moindre présence des investisseurs résidant hors de la zone euro. Cependant, la réduction des flux, qui tient en partie à la faiblesse de l'activité en matière de fusions-acquisitions transfrontières, ne doit pas cacher que ce pays est resté en 2003 l'une des premières destinations mondiales, devant les autres grands pays industrialisés, à l'exception des États-Unis.

Les flux d'investissements de portefeuille étrangers en titres français, autre indicateur d'attractivité, se sont traduits par des entrées de capitaux de près de 120 milliards d'euros, en hausse de 47 milliards par rapport à 2002. Les non-résidents ont acquis pour plus de 14 milliards d'euros d'actions, dans un contexte de remontée des cours sur la plupart des bourses mondiales et de redressement des perspectives de profit des grandes entreprises françaises. Ils ont surtout acheté un montant record, de 102 milliards d'euros, de valeurs obligataires. La part de la France dans les émissions internationales nettes de titres de dette a ainsi crû de plus de deux points en 2003, à 8,5 %.

L'observation des données de stock permet de dépasser la dimension conjoncturelle. Ainsi, en ce qui concerne les stocks d'IDEF inclus dans la position extérieure, la France se situait au cinquième rang des pays d'accueil à fin 2002, avec des engagements de 369 milliards d'euros, soit presque 6 % du total mondial. Ces engagements étaient majoritairement contractés vis-à-vis de résidents de la zone euro, traduisant l'intégration économique déjà très poussée au sein de celle-ci.

Par ailleurs, selon l'enquête du FMI sur les encours d'investissements de portefeuille internationaux (*Coordinated Portfolio Investment Survey – CPIS*), publiée en février 2004, la France était le sixième créancier et le quatrième débiteur mondial à fin 2002. Les investisseurs résidents détenaient 6,4 % des avoirs transfrontières (881 milliards de dollars), les engagements de la France représentant 6,1 % du portefeuille mondial (839 milliards). Les variations de parités monétaires enregistrées en 2002 rendent toutefois difficile la comparaison avec les années précédentes. Le portefeuille des non-résidents en valeurs françaises était composé à hauteur de 35 % en actions, contre 28 % pour les États-Unis, 30 % pour l'Espagne, 15 % pour l'Allemagne et l'Italie.

Investissements directs et de portefeuille en actions confondus, les non-résidents détenaient environ 29 % du capital des entreprises françaises à fin 2002. Cette proportion s'élève même à 38 % pour les actions de sociétés cotées, mettant la France au premier rang des grands pays industrialisés. Un tel niveau reflète l'attrait du marché boursier aux yeux des investisseurs extérieurs, ainsi que les performances et la notoriété des grandes entreprises françaises, très internationalisées et qui ont largement ouvert leur capital au cours de la dernière décennie. D'après la conférence des Nations-Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), la France compte treize des cent premiers groupes non financiers mondiaux par le montant des avoirs à l'étranger, contre quinze pour le Royaume-Uni, onze pour l'Allemagne, huit pour le Japon, deux pour l'Italie et vingt-huit pour les États-Unis.

S'agissant des titres de dette, l'apport des investisseurs étrangers mérite également d'être souligné : les non-résidents détenaient ainsi 36 % du stock d'obligations privées à fin 2002 et plus de 42 % des titres de la dette publique à fin 2003, la proportion ayant augmenté de près de deux points au cours de l'année dernière.

Enfin, les statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) placent la France au quatrième rang des pays bénéficiaires de financements bancaires transfrontières, avec une part de marché de 7 %, derrière le Royaume-Uni (21,7 %), les États-Unis (12,2 %) et l'Allemagne (9,3 %).

En dépit de la participation croissante des pays émergents à la mondialisation, on voit que la France est restée jusqu'à présent l'une des toutes premières destinations mondiales des capitaux internationaux, dont une large part est d'origine européenne.

## 1. La situation économique de la France

### 1.1. L'économie réelle

#### *Hausse de la production industrielle en février*

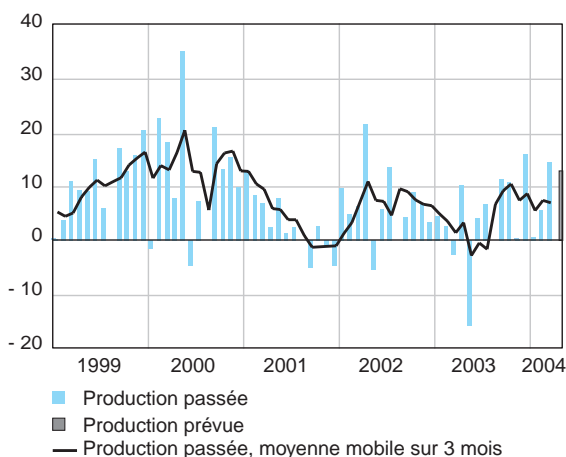
En février, la production industrielle hors bâtiment a crû de 0,8 % (0,9 % en glissement annuel). La composante manufacturière, qui exclut les industries agro-alimentaires et l'énergie, a progressé de 0,7 % sur le mois et de 1,4 % sur un an. L'acquis de croissance, à la fin du mois de février, pour le premier trimestre 2004, s'établit à -0,2 % pour l'industrie hors bâtiment (contre +1,1 % au quatrième trimestre 2003) et à -0,3 % pour l'industrie manufacturière (contre +1,1 %).

Dans la zone euro, la production industrielle a baissé de 0,4 % en janvier par rapport au mois précédent. Sur un an, elle a progressé de 0,6 %.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a nettement progressé en mars dans l'ensemble des secteurs, hormis l'automobile. Les perspectives d'activité demeurent favorablement orientées dans l'ensemble des secteurs.

#### La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

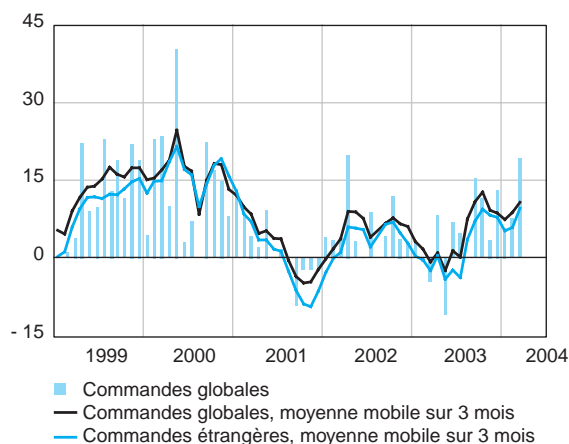


Le courant de commandes nouvelles, qui a augmenté dans tous les secteurs, a été surtout dynamique dans sa composante étrangère.

Les carnets de commandes apparaissent légèrement supérieurs au niveau jugé normal par les chefs d'entreprise, notamment dans les secteurs des biens de consommation, de l'automobile et de l'agro-alimentaire.

#### Les commandes dans l'industrie

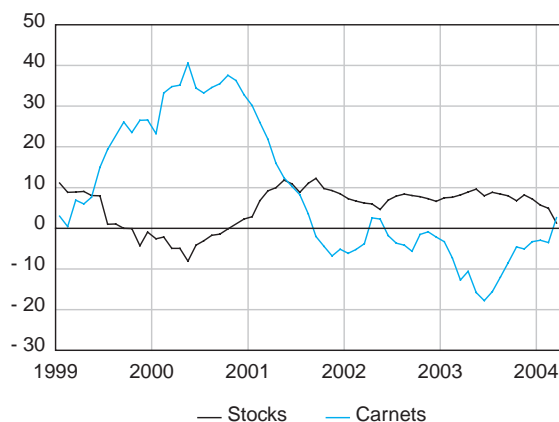
(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis se sont rapprochés, globalement, du niveau désiré.

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

(solde des opinions, cvs)



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

Aux États-Unis, les profits, après impôts, des entreprises ont progressé de 7,6 % au quatrième trimestre de 2003, après 10,1 % au trimestre précédent. Dans un contexte de situation financière en voie d'assainissement, l'activité a poursuivi son développement au premier trimestre de 2004. En février, les commandes de biens durables ont progressé de 2,5 %, contre - 2,7 % en janvier. Les ventes de logements neufs ont augmenté de 5,8 %, contre - 1,1 % le mois précédent. En mars, l'indice ISM manufacturier et celui du secteur des services ont progressé après un léger repli en février, à des niveaux largement significatifs d'une expansion dans ces secteurs d'activité. Le dynamisme persistant de la production a permis une nette accélération des créations nettes d'emploi en mars (308 000, après 46 000 en février et 159 000 en janvier), tandis que les déclarations à l'assurance chômage revenaient durant la dernière semaine de mars à leur plus bas niveau depuis janvier 2001. Par ailleurs, cette amélioration récente du marché du travail laisse augurer du maintien d'une croissance robuste de la consommation des ménages, après 0,2 % en février comme en janvier, d'autant que la confiance des consommateurs est demeurée élevée selon le « Conference Board », à 88,3 points en mars. En atteste la hausse de 1,7 % en mars des ventes de détail en valeur hors automobiles, la plus forte depuis mars 2000. Le maintien d'une inflation basse (1,7 % sur un an en mars comme en février), en dépit de la hausse des prix des matières premières, a également soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Dans ce contexte de demande interne soutenue, le déficit commercial est demeuré prononcé, à 42,1 milliards de dollars en février contre 43,1 milliards en janvier.

Au Japon, les premières données relatives à la conjoncture du premier trimestre de 2004 ont confirmé la solidité de la reprise économique et le soutien apporté par la bonne tenue de la demande intérieure. Pour la dixième fois consécutive, l'indice PMI manufacturier a dépassé en mars la barre des 50 points, signe d'un secteur en expansion. Les mises en chantier de logement ont progressé de 1,9 % sur un an en février, après 7,3 % en janvier. Parallèlement, les commandes de biens d'équipement du secteur privé ont augmenté de 4,9 % en février, contre - 12,2 % en janvier. L'investissement des entreprises devrait continuer à progresser nettement au début de 2004, compte tenu des fortes commandes enregistrées précédemment. Les dépenses de consommation des ménages ont crû de 2,1 % en février, après 1,5 % le mois précédent, dans un contexte de forte hausse du revenu disponible brut réel des salariés, à 7,2 % en glissement annuel en février, et de stabilité du taux de chômage (à 5 % en février) et des prix de détail (inchangés sur un an en février, après - 0,3 % en janvier). Enfin, l'excédent des transactions courantes a progressé de 46,2 % sur un an en février, à 2 157 milliards de yens (16 milliards d'euros).

Au Royaume-Uni, l'activité a continué d'être tirée par la demande des ménages. La croissance de la production industrielle a légèrement ralenti en février, à 0,2 % sur un an, après 1,3 % en janvier. Les indices PMI de mars ont confirmé la poursuite de l'expansion, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Parallèlement, les ventes de détail en volume ont progressé de 6,5 % sur un an en février, après 6,9 % en janvier, dans un contexte de forte progression des salaires nominaux (4,4 % sur un an en janvier), des crédits à la consommation (12,5 % sur un an en février) et de baisse du taux de chômage (4,8 % sur la période novembre-janvier, contre 5 % sur les trois mois précédents).

Dans la zone euro, le redémarrage de l'activité a été moins rapide qu'ailleurs, mais sans déséquilibre majeur. Les indices PMI ont continué d'indiquer en mars une poursuite de la reprise de l'activité dans les services et l'industrie manufacturière. Les conditions sont réunies pour une accélération de la demande, en dépit de la rigidité du taux de chômage, inchangé à 8,8 % en février : l'indicateur du sentiment économique publié par la Commission européenne s'est légèrement amélioré en mars ; l'inflation est demeurée modérée au cours de ce même mois, à 1,6 % en glissement annuel (estimation préliminaire d'Eurostat), comme en février. Enfin, la balance des transactions courantes a dégagé un déficit de 5,3 milliards d'euros en janvier, sans changement sur un an.



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

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours du trimestre décembre/janvier/février est supérieur de 17,5 % à celui de la période correspondante de l'année précédente (données cvs). Le nombre de logements autorisés est en hausse soutenue sur cette période (22,7 %) grâce, notamment, à la bonne orientation des logements collectifs (33,6 % au cours des trois derniers mois en glissement annuel).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en hausse (4,3 % au cours des trois derniers mois en glissement annuel).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque, l'activité des services marchands, appréciée en données brutes, a augmenté en mars par rapport à février, ainsi qu'à un an d'intervalle. Les perspectives apparaissent assez favorablement orientées à court terme.

**La consommation des ménages est restée stable en février**

La consommation des ménages en produits manufacturés s'est maintenue au niveau de janvier, mois au cours duquel elle avait augmenté de 3,3 % (révisé de + 1,3 point).

La progression de l'automobile (4,4 % après - 4,5 % en janvier) a alimenté la hausse des biens durables (1,0 %, après + 1,9 %), tandis que le textile-cuir, qui avait fortement progressé en janvier à la faveur des soldes, s'est repliée (- 1,8 %, après + 11,6 %).

À la fin du mois de février, l'acquis de croissance pour le premier trimestre est de 2,5 % (après + 0,7 % au trimestre précédent).

Selon les résultats de l'enquête de la Banque, l'activité commerciale, après une baisse sensible en février, s'est stabilisée en mars ; elle a augmenté sur un an.

Au mois de mars, les immatriculations de voitures particulières neuves ont continué à progresser, de 8,4 % en données cvs-cjo (5,8 %, en glissement annuel).

Toutefois, en raison des replis antérieurs, la variation sur le premier trimestre est négative, à - 2,7 % (contre + 1,3 % au quatrième trimestre de 2003).

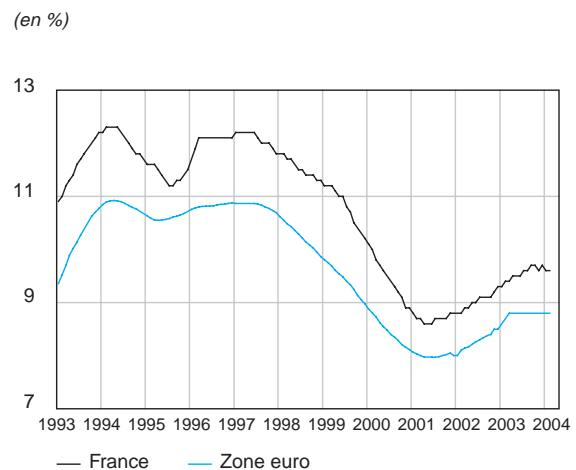
Selon l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages, corrigé des variations saisonnières a gagné 1 point, à - 22, en mars. Cette légère amélioration traduit essentiellement un redressement du solde relatif à l'opportunité d'acheter (- 10, après - 15), qui retrouve son niveau de janvier. Le solde relatif aux perspectives d'évolution de la situation financière personnelle devient légèrement positif (1, après 0). Par ailleurs, les perspectives d'évolution du chômage se stabilisent (à 50) et les soldes relatifs à l'opportunité et à la capacité à épargner progressent, respectivement, de 8 points et 5 points.

**Stabilisation de la situation de l'emploi**

Le taux de chômage, au sens du BIT, est resté stable en février 2004, à 9,6 % de la population active. Sur un an, il a progressé de 0,2 point. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a reculé de 0,2 % (soit 5 000 personnes) sur le mois. Sur un an, il a augmenté de 2,3 % (58 000 personnes).

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

**Taux de chômage au sens du BIT**



Sources : DARES et Eurostat

**Décélération des salaires au quatrième trimestre 2003**

Selon des résultats définitifs, le salaire mensuel a progressé de 0,3 % au quatrième trimestre 2003, après 0,7 % au trimestre précédent, traduisant une hausse de 2,4 % en glissement annuel.

Le gain de pouvoir d'achat du salaire mensuel de base atteint + 0,3% sur le trimestre et 0,8 % sur un an.

Le salaire horaire de base ouvrier augmente dans une proportion identique à celle du salaire mensuel (0,3 % au quatrième trimestre 2003, après 1,0 % au trimestre précédent), et 2,7% en glissement annuel.

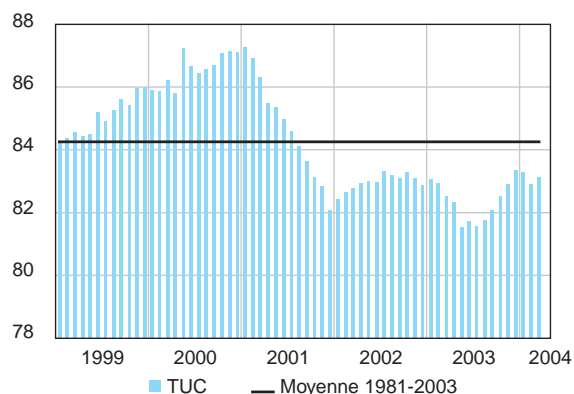
La durée hebdomadaire du travail est restée stable, sur le trimestre comme sur un an.

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

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de mars, le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement redressé.

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

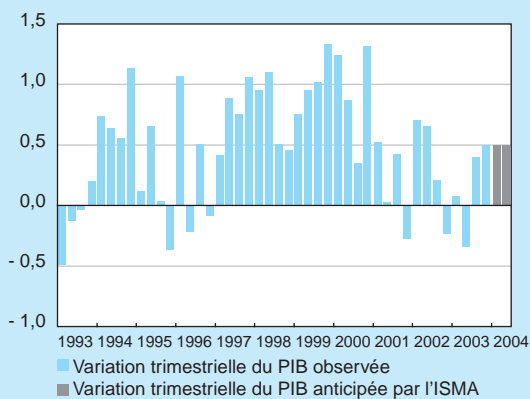
(en %, cvs)



**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 (cinquième estimation inchangée) et de 0,5 % au deuxième trimestre (deuxième estimation inchangée). Dans ces conditions, à la fin du deuxième trimestre de 2004, l'acquis pour l'année s'établirait à + 1,3%.

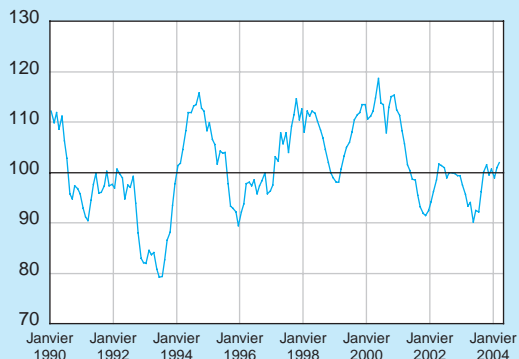
**Évolution de l'ISMA et du PIB**



L'indicateur du climat des affaires a atteint 102 au mois de mars (contre 101 en février 2004 et 93 un an auparavant).

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

( 100 = moyenne de longue période)



## 1.2. L'évolution des prix

### *En mars, les cours du pétrole ont augmenté*

En mars, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, a augmenté de 10,2 % (+ 8,4 % sur un an) en euros, et de 6,8 % en dollars (+ 23,0 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est déprécié de 3,0 % par rapport au dollar, s'établissant à 1,23 dollar.

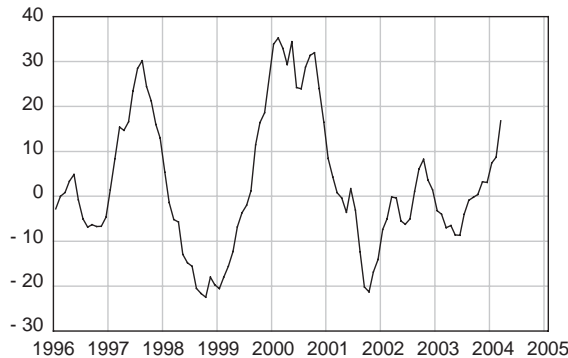
L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 13,4 % (- 2,3 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 10,0 % sur le mois, cotant 33,76 dollars en moyenne (+ 10,7 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros a augmenté de 6,9 % par rapport au mois précédent (+ 16,8 % sur un an). En dollars, la hausse est de 32,7% sur un an.

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

(en glissement annuel, en %)



### *Stabilité des prix de production dans l'industrie en février*

En février, les prix de production dans l'industrie sont restés inchangés, après une hausse de 0,5 % en janvier, et ont baissé de 0,1 % sur un an.

Dans l'industrie manufacturière, les prix de production ont augmenté de 0,2 % au cours du mois de février, comme en janvier, et également de 0,2 % en glissement annuel.

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

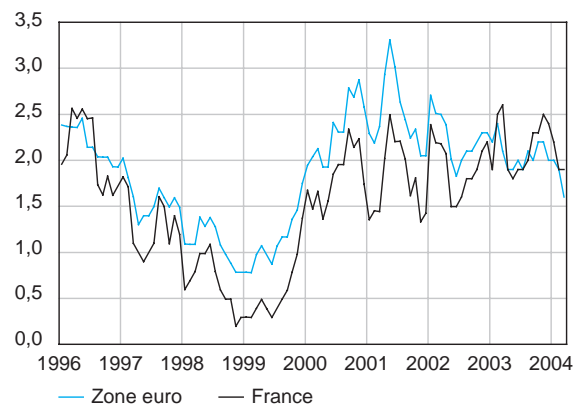
### *Hausse de l'indice provisoire des prix à la consommation en mars*

En mars 2004, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français a augmenté de 0,4 % par rapport au mois précédent. Sur un an, il s'est accru de + 1,9 %, en février.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi à 1,6 % en février et est également évalué à 1,6 % en mars 2004 selon l'estimation rapide publiée par Eurostat.

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

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

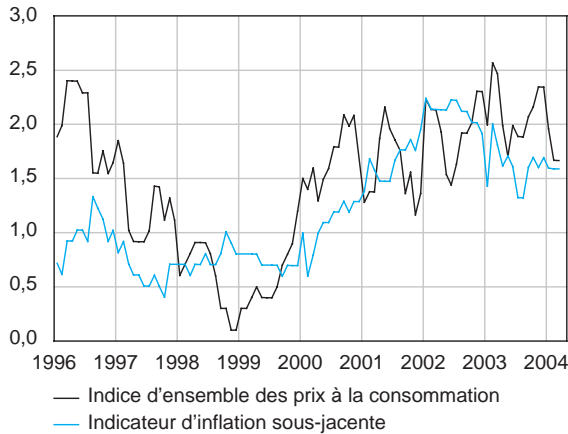
L'indice provisoire des prix à la consommation national (IPCN) a augmenté de 0,4 % en mars, et progressé en glissement annuel de 1,7 %, après 1,8 % le mois précédent.

En mars, la progression mensuelle de l'indice d'ensemble résulte du renchérissement de l'« habillement et chaussures », des produits pétroliers et d'une hausse des prix des produits frais. Cette évolution est modérée par des baisses observées dans le secteur des produits de santé et des transports et communications.

L'évolution de l'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE, nulle pour le mois, s'établit à + 1,6 % en glissement annuel, comme le mois précédent).

### 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 partenaires<sup>1</sup> s'est établi à 95,0 en mars 2004, par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

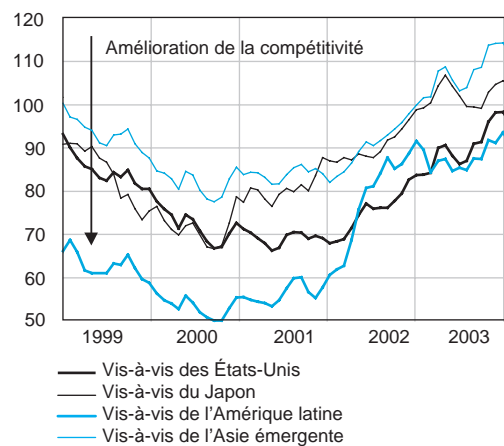
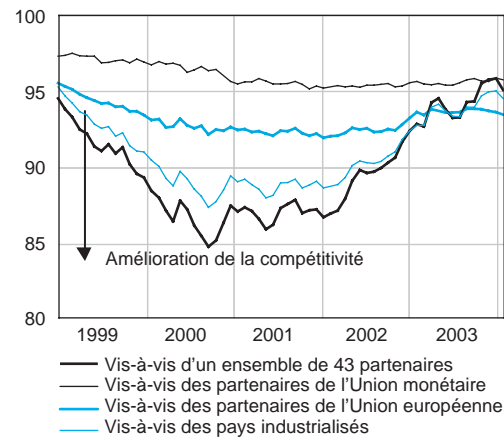
Par rapport aux partenaires de l'Union monétaire, l'indice de compétitivité de la France s'est pratiquement maintenu sur le palier qui est le sien depuis début 2001. Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne, l'indice est également resté relativement stable depuis un an.

À l'égard des États-Unis et des pays de l'Asie émergente, les indices de compétitivité de l'économie française ont continué de progresser dans le

prolongement de la tendance haussière amorcée il y a deux ans. Vis-à-vis du Japon et des pays de l'Amérique latine, les indices ont enregistré une baisse en fin de période, après l'évolution irrégulière observée au cours de l'année 2003.

### Compétitivité de l'économie française Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



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

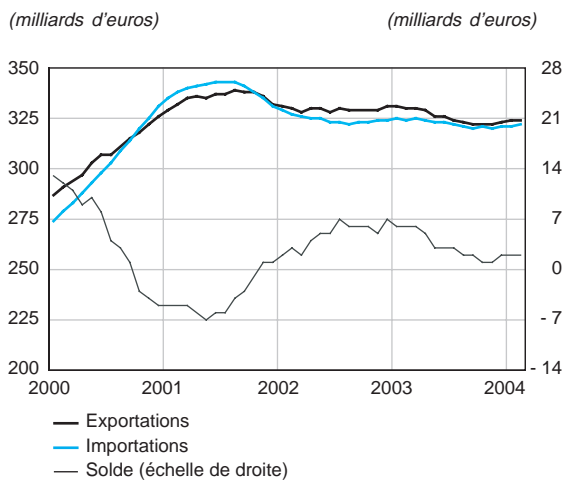
<sup>1</sup> Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

## 1.4. Le commerce extérieur en février 2004

Selon les données estimées par la direction des Douanes, la balance commerciale affiche un déficit de 73 millions d'euros en février 2004, après un excédent de 748 millions en janvier.

Sur les deux premiers mois de l'année 2004, le solde atteint 0,7 milliard d'euros, contre 0,1 milliard sur les deux premiers mois 2003.

### Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Ce mois-ci, les exportations sont en recul de 2,9 %, soit 0,8 milliard d'euros, mais l'évolution tient uniquement au niveau exceptionnel des livraisons de matériel militaire en janvier (1,1 milliard, contre 126 millions en février). Pour leur part, les importations sont parfaitement stables et restent ainsi proches des niveaux mensuels les plus élevés atteints au cours des deux dernières années.

Par produits, les exportations font apparaître une nouvelle baisse des ventes dans le secteur des biens

d'équipement (- 5 %), en partie liée à de moindres livraisons d'Airbus (12 appareils vendus pour 0,7 milliard d'euros). Les ventes de biens intermédiaires (- 0,2 %) et de biens de consommation (- 1,4 %) sont également en retrait, au contraire des exportations de produits de l'industrie automobile, qui connaissent un rebond marqué (7,1 %) après leur chute du mois précédent.

Les importations augmentent dans la plupart des secteurs industriels. Elles s'accroissent notamment, pour le deuxième mois consécutif, dans le secteur des biens d'équipement professionnel (1,8 %) et dans le secteur des biens intermédiaires (3 %), alors que les achats de biens de consommation courante, en hausse de 1,2 %, retrouvent leur niveau de décembre 2003. En revanche, les importations de produits de l'industrie automobile fléchissent pour le quatrième mois consécutif (- 0,8 %), confirmant l'orientation peu favorable du marché automobile français, mais aussi la bonne résistance des constructeurs nationaux sur ce marché. Par ailleurs, après plusieurs mois durant lesquels elles se sont maintenues à haut niveau, les importations énergétiques sont en recul de près de 10 %.

Sur le plan géographique, en données CAF-FAB, les échanges avec la zone euro sont stables et présentent un déficit de 0,4 milliard d'euros, équivalent à celui de janvier. Les exportations progressent vers les Pays-Bas (4,5 %) et l'UEBL (2,5 %). À l'importation, c'est en provenance de l'Italie (+ 3,9 %) et de l'Irlande — avec laquelle les échanges, en hausse de 8,5 %, retrouvent un niveau inégalé depuis plus de quinze mois — que les flux sont les plus dynamiques.

Pour le reste du monde, les échanges semblent reprendre avec le continent américain (+ 7,4 % à l'exportation et + 5 % à l'importation), en particulier sous l'impulsion du commerce avec les États-Unis (+ 10,9 % et + 5 %). En revanche, les échanges diminuent avec l'Asie et surtout avec l'Afrique (- 14,5 % à l'exportation et - 12,8 % à l'importation), sous l'effet d'une baisse des livraisons aéronautiques et d'un repli des achats énergétiques.

## 1.5. La balance des paiements

### 1.5.1. Les résultats en février 2004 et pour les premiers mois de l'année

Comme annoncé le mois dernier, les échanges de biens de l'année 2003 ont été recalculés conformément à la nouvelle méthodologie retenue par la direction des Douanes pour l'élaboration des chiffres du commerce extérieur, mise en place à compter de janvier 2004, période de référence. Les résultats de l'année 2003 prennent également en compte la révision habituelle des données du quatrième trimestre. Toutes ces corrections n'ont qu'un impact limité sur les rubriques du compte financier, mais modifient substantiellement le compte de transactions courantes, dont le solde passe de 10,1 milliards d'euros (0,7 % du PIB), selon les données provisoires publiées le mois dernier, à 4,8 milliards (0,3 % du PIB).

Par ailleurs, l'achèvement, avec deux mois d'avance sur le calendrier normal, des enquêtes sur les stocks d'investissements directs à la fin de l'année 2002, a permis de substituer des données de bénéfices réinvestis issues des enquêtes aux données estimées publiées jusqu'à présent. La révision des bénéfices réinvestis a un impact important sur le solde des transactions courantes qui revient de 25,7 milliards d'euros à 24 milliards en 2001 et de 24 milliards à 15,4 milliards en 2002. En contrepartie, la révision des bénéfices réinvestis a pour conséquence, en 2001 mais surtout en 2002, une réduction des flux d'investissements directs étrangers en France (à 52 milliards d'euros, au lieu de 56,8 milliards) et surtout des investissements français à l'étranger (à 52,5 milliards, au lieu de 66 milliards).

En données cvs, le solde du *compte de transactions courantes* atteint 1,4 milliard d'euros en février, se redressant à un niveau oublié depuis plusieurs mois. En données brutes, le solde est excédentaire de 0,5 milliard d'euros, contre 0,4 milliard en février 2003.

*Les échanges de biens* présentent un déficit de 0,2 milliard d'euros en données cvs, contre un excédent de 0,8 milliard en janvier.

*Les services hors voyages* sont déficitaires de 0,1 milliard d'euros en données cvs, ce qui ne s'était plus produit depuis juillet 2003.

*Les revenus*, déficitaires en données cvs lors des mois de décembre 2003 et janvier 2004, retrouvent un solde excédentaire, de 1,1 milliard d'euros, en février. Celui-ci est toutefois majoré par des versements élevés de revenus d'investissements directs qui sont généralement enregistrés plus tard dans l'année.

*Les transferts courants*, toujours exprimés en données brutes, après le large excédent enregistré en janvier du fait du versement des aides agricoles par les institutions de l'Union européenne, sont redevenus déficitaires, pour un montant de 2,2 milliards d'euros.

*Le compte financier* a enregistré des entrées de capitaux à hauteur de 3,7 milliards d'euros en février 2004.

*Les investissements directs*, au solde positif depuis quelques mois, ont donné lieu à des sorties nettes de 4 milliards d'euros, provenant notamment d'un tassement des investissements étrangers en France. Ces derniers sont revenus en effet à 0,4 milliard d'euros, contre 4,3 milliards en janvier, en dépit du maintien à haut niveau des investissements immobiliers. De leur côté, les investissements français à l'étranger se sont accrus, à 4,4 milliards d'euros contre 3,5 milliards, en particulier sous l'effet de prêts intra-firme, et se sont partagés presque à parts égales entre flux vers la zone euro et flux « extra-zone ».

*Les investissements de portefeuille*, qui s'étaient soldés par des sorties de 40,2 milliards d'euros en janvier, ont enregistré des entrées de 6,3 milliards en février. Les opérations nettes des résidents sur titres étrangers ont fortement diminué par rapport au mois précédent, à 7,9 milliards d'euros contre 43,1 milliards. Les non-résidents ont acheté des valeurs françaises pour 14,2 milliards d'euros, dont un montant particulièrement élevé (8 milliards) de valeurs du Trésor.

*Les autres investissements (dépôts-crédits)* se sont traduits par des sorties nettes de 3,1 milliards d'euros. Les IFM résidentes ont effectué des prêts nets de 6,6 milliards d'euros à l'étranger, principalement en euros. Les administrations publiques ont bénéficié de remboursements nets de prêts à court terme à hauteur de 5,1 milliards d'euros.

*Les avoirs de réserve* ont diminué de 4 milliards, après avoir augmenté de 3,7 milliards d'euros en janvier.

Sur les deux premiers mois 2004, l'excédent du *compte de transactions courantes*, qui s'élève à 2 milliards d'euros en données brutes, a diminué de 1,4 milliard par rapport aux deux premiers mois 2003. D'un début d'année à l'autre, les évolutions les plus notables sont :

- une réduction de 1 milliard d'euros du déficit des *échanges de biens*, à - 0,4 milliard, sous l'effet d'une reprise des exportations ;
- une poursuite de la contraction de l'excédent des *services*, qui revient à 0,5 milliard, contre 1,4 milliard, suite à une baisse de 6,6 % des recettes. La chute est particulièrement marquée pour les services d'assurance et le *négoce international* ;
- un retournement du solde des *transferts courants*, à - 0,2 milliard d'euros, contre + 1,6 milliard.

Sur les deux premiers mois de 2004, la tendance semble s'inverser concernant les *flux d'investissements directs*, avec une progression tant des investissements à l'étranger (16 %) que des investissements de l'étranger

(8 %). Dans les deux cas, la progression ne touche que les flux « extra-zone euro ».

Sur la même période, les *investissements de portefeuille* font apparaître des sorties nettes de capitaux de 33,9 milliards d'euros, en forte hausse par rapport aux sorties enregistrées sur les deux premiers mois 2003. Cette hausse tient à une nouvelle accélération des achats de titres étrangers par les résidents (qui dépassent 51 milliards d'euros, contre 39,2 milliards) et, dans une moindre mesure, à une réduction des achats de titres français par les non-résidents. D'un début d'année à l'autre, les résidents ont presque doublé leurs acquisitions d'obligations étrangères, à 27,5 milliards d'euros, contre 14,6 milliards, alors que, dans le même temps, les non-résidents ont réduit de moitié leurs achats de valeurs obligataires françaises, à 11,4 milliards, contre 24,6 milliards.

Les *autres investissements (dépôts-crédits)* se sont soldés par des entrées de 30,8 milliards sur les deux premiers mois de 2004, dont 18 milliards correspondent à un accroissement des engagements nets des institutions financières monétaires.

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

(données brutes en millions d'euros)

	2002 (a)	2003 (b)	Novembre 2003 (b)	Décembre 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	2 mois 2003 (b)	2 mois 2004 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>15 366</b>	<b>4 841</b>	<b>789</b>	<b>1 673</b>	<b>1 538</b>	<b>471</b>	<b>3 454</b>	<b>2 009</b>
<i>Biens</i>	7 964	1 568	76	815	- 295	- 134	- 1 422	- 429
<i>Services</i>	18 169	13 044	830	1 358	374	171	1 416	545
Total « Biens et services »	26 133	14 612	906	2 173	79	37	- 6	116
– Recettes	416 602	407 059	32 991	35 576	32 155	33 384	65 184	65 539
– Dépenses	390 469	392 447	32 085	33 403	32 076	33 347	65 190	65 423
<i>Revenus</i>	4 229	6 920	1 798	1 709	- 517	2 654	1 845	2 137
<i>Transferts courants</i>	- 14 996	- 16 691	- 1 915	- 2 209	1 976	- 2 220	1 615	- 244
<b>Compte de capital</b>	<b>- 186</b>	<b>- 7 671</b>	<b>223</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>157</b>	<b>- 256</b>	<b>170</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 20 603</b>	<b>- 2 399</b>	<b>- 3 738</b>	<b>- 7 490</b>	<b>- 8 032</b>	<b>3 664</b>	<b>- 6 695</b>	<b>- 4 368</b>
<i>Investissements directs</i>	- 561	- 9 124	2 489	913	829	- 4 032	- 2 462	- 3 203
– Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	- 668	- 7 289	- 3 477	- 4 436	- 6 810	- 7 913
– Étrangers en France	51 965	41 627	3 157	8 202	4 306	404	4 348	4 710
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 20 166	- 9 256	- 6 947	- 15 197	- 40 184	6 258	- 14 187	- 33 926
– Avoirs	- 92 502	- 130 670	- 15 199	- 11 793	- 43 101	- 7 923	- 39 172	- 51 024
– Engagements	72 336	121 414	8 252	- 3 404	2 917	14 181	24 985	17 098
<i>Produits financiers dérivés</i>	5 507	- 6 068	- 924	- 1 564	1 085	593	1 501	1 678
<i>Autres investissements</i>	- 9 584	24 220	1 229	8 126	33 903	- 3 108	8 366	30 795
– Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 18 770	20 710	- 13 701	- 9 200	- 41 114	- 22 901
– Engagements	25 643	42 270	19 999	- 12 584	47 604	6 092	49 480	53 696
<i>Avoirs de réserve</i>	4 201	- 2 171	415	232	- 3 665	3 953	87	288
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>5 423</b>	<b>5 229</b>	<b>2 726</b>	<b>5 813</b>	<b>6 481</b>	<b>- 4 292</b>	<b>3 497</b>	<b>2 189</b>

(a) Chiffres définitifs

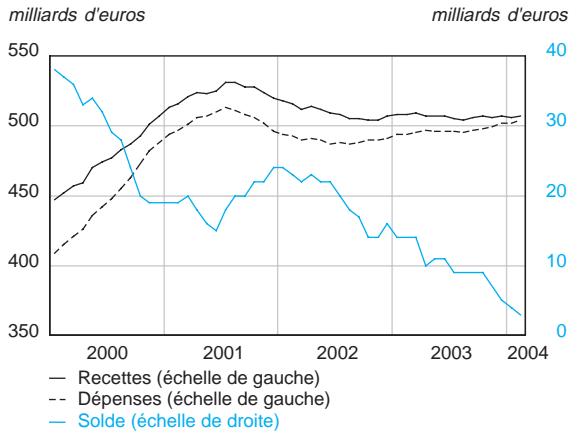
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

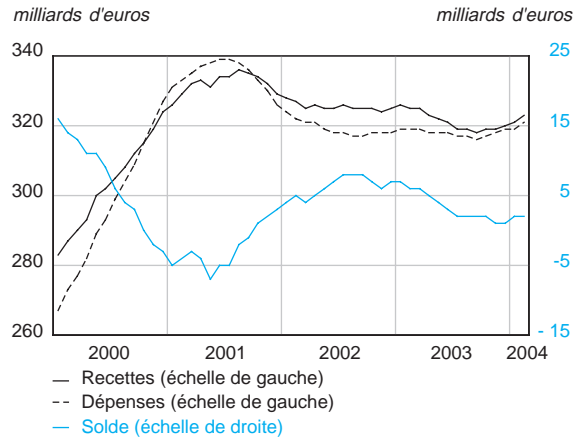


### 1.5.2. L'évolution des principales rubriques de la balance des paiements

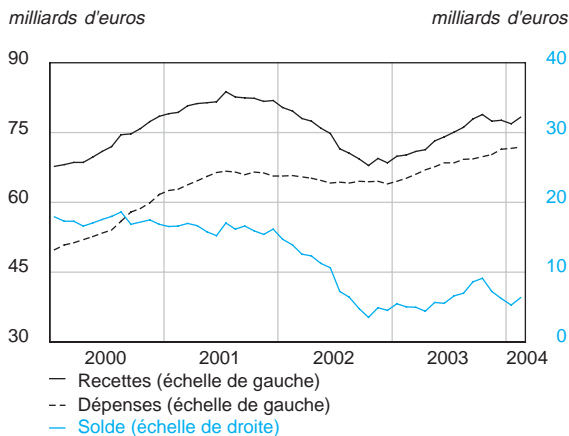
**Transactions courantes**  
Douze mois glissants



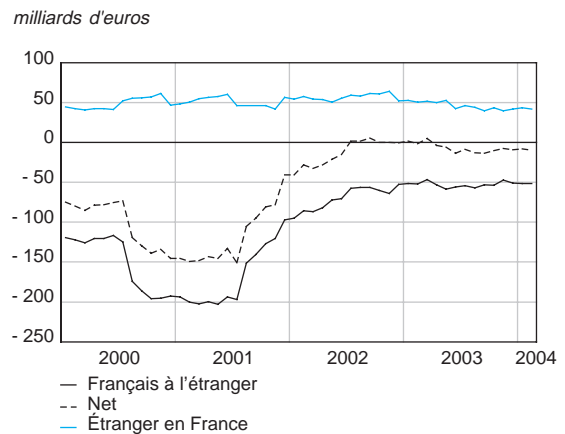
**Services (hors voyages)**  
Douze mois glissants (cvs)



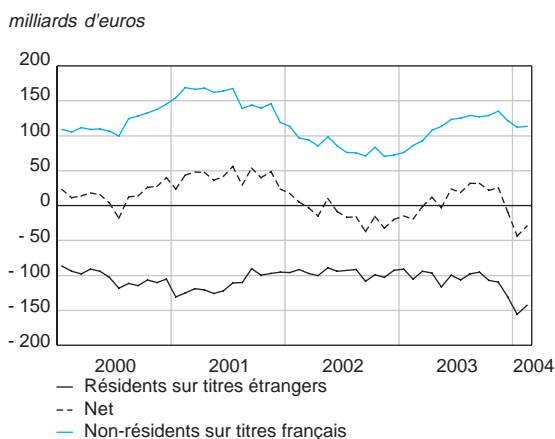
**Revenus des investissements**  
Douze mois glissants (cvs)



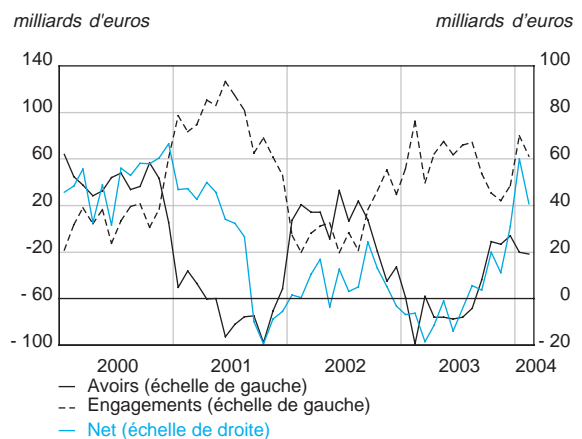
**Investissements directs**  
(en signe de balance)  
Soldes cumulés sur douze mois



**Investissements de portefeuille**  
(en signe de balance)  
Soldes cumulés sur douze mois



**Institutions financières monétaires (IFM)**  
(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 <sup>1</sup> ont connu les principales évolutions suivantes :

- la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est établie à 6,3 % en février, après 6,5 % en janvier (chiffre révisé, initialement fixé à 6,4 %). La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'est élevée à 6,6 % pour la période allant de décembre 2003 à février 2004, contre 7,0 % pour la période précédente ;
- le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a un peu diminué, demeurant cependant à un niveau toujours élevé (23,5 % en février, après 25,0 % en janvier), reflétant notamment une forte demande de billets en euros à l'extérieur de la zone. La progression des dépôts à vue s'est légèrement ralentie en février, à 8,8 %, après 9,1 %. Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *M1* a diminué, atteignant 10,7 %, après 11,1 % ;
- la progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* s'est ralentie en février, à 3,1 %, après 3,7 %. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est renforcée (– 4,6 %, après – 3,7 %), et la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois est revenue à 8,9 %, après 9,4 %. Le taux de croissance annuel de l'agrégat *M2* a ainsi diminué, s'établissant à 6,9 % en février, après 7,4 % ;
- la croissance annuelle des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* s'est renforcée en février (2,9 %, après 1,5 %), sous l'effet de la moindre contraction des pensions (– 1,5 %, après – 7,8 %), des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (– 11,8 %, après – 15,0 %) et de la progression plus faible des titres d'OPCVM monétaires (7,8 %, après 8,9 %).

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

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

	<i>(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)</i>			
	Encours Février 2004	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Février 2004
		Janvier 2004	Février 2004	
<b>ZONE EURO (b) :</b>				
<b>Agrégats monétaires</b> (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	400,1	25,0	23,5	
+ Dépôts à vue	2328,8	9,1	8,8	
<b>= M1</b>	<b>2728,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,7</b>	
+ autres dépôts monétaires	2547,9	3,7	3,1	
<b>= M2</b>	<b>5276,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	
+ Instruments négociables	915,2	1,5	2,9	
<b>= M3</b>	<b>6191,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (données cvs)	<b>7148,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	
<b>Créances sur le secteur privé</b>	<b>8205,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	
<b>FRANCE :</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	356,0	5,8	5,9	15,3
Comptes sur livrets	356,6	8,7	8,0	23,1
Dépôts à terme ≤ à 2 ans	48,5	- 19,3	- 14,7	4,7
Titres d'OPCVM monétaires	273,5	5,5	7,1	45,7
Instruments du marché monétaire	51,8	- 23,0	- 16,5	78,3
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1195,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>16,7</b>
<b>Endettement intérieur total (d)</b>	<b>2693,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	
dont : Administrations publiques	987,0	11,0	9,7	
Sociétés non financières	1104,8	1,3	0,7	
Ménages	602,1	8,1	7,9	

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

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Au sein des contreparties de *M3*, les principales évolutions ont été les suivantes :

- la progression annuelle des concours accordés par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé est restée inchangée en février, à 5,8 %, l'accélération des actions et autres participations (6,1 %, après 5,3 %) compensant le ralentissement des titres autres qu'actions (12,4 %, après 12,9 %), tandis que le taux de croissance annuel des crédits n'a quasiment pas varié, à 5,5 %, après 5,4 %. La contribution des concours au secteur privé à la croissance de *M3* s'est établie à 7,8 points de croissance de *M3*, contre 7,7 points en janvier ;
- la croissance annuelle des concours aux administrations publiques est restée pratiquement inchangée en février (6,0 %, après 6,1 %), de même que leur contribution à la croissance de *M3*, qui s'est établie à 2,2 points de croissance de *M3* en février comme en janvier ;
- la contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance annuelle de *M3* a diminué : 1,8 point de croissance de *M3* en février, contre 1,9 en janvier.

#### Contributions à la croissance annuelle de *M3*

Données cvs

	<i>(en points)</i>	
	Janvier 2004	Février 2004
Créances nettes sur l'extérieur	1,9	1,8
Concours au secteur privé	7,7	7,8
Concours aux administrations publiques	2,2	2,2
Ressources non monétaires	- 4,3	- 4,4
Divers	- 1,0	- 1,1
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>

Source : BCE, calculs Banque de France

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

- le taux de croissance annuel des *dépôts à vue* a très faiblement augmenté, atteignant 5,9 % en février, après 5,8 % en janvier ;
- la croissance des *livrets* s'est ralentie à 8,0 %, après 8,7 % ;

- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est atténuée : - 14,7 %, après - 19,3 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'*OPCVM monétaires détenus par les résidents* s'est renforcé, s'établissant à 7,1 %, après 5,5 % ;
- la contraction des instruments du marché monétaire s'est modérée : - 16,5 %, après - 23,0 % en janvier.

La croissance annuelle des *crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français* a légèrement diminué, s'établissant à 5,9 % en février, après 6,1 % en janvier.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a fléchi : 5,5 %, après 6,2 %. Ce ralentissement a concerné tous les agents, mais a été plus perceptible pour les administrations publiques.

## 2.2. Le financement de l'économie française

### *L'endettement intérieur total*

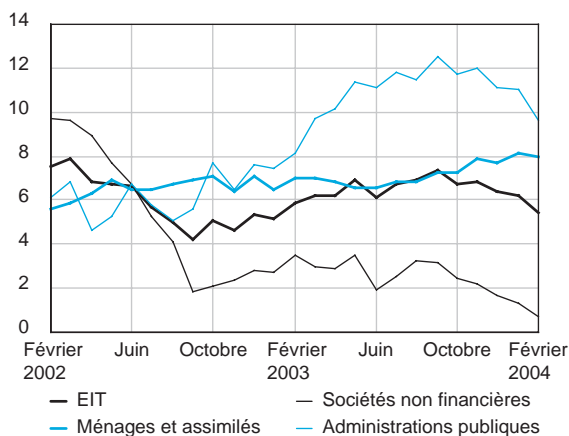
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers a baissé en février. Peu marqué pour les ménages (+ 7,5 %, après + 8,1 %), ce ralentissement a été plus sensible pour les sociétés non financières (+ 0,7 %, après + 1,3 %) et surtout les administrations publiques (+ 9,7 %, après 11 %), ces dernières conservant toutefois un rythme de croissance de leur endettement très soutenu.

### Endettement intérieur total par agents

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Endettement intérieur total	5,9	6,2	5,5
<i>Sociétés non financières</i>	3,5	1,3	0,7
<i>Ménages</i>	7,0	8,1	7,9
<i>Administrations publiques</i>	8,2	11,0	9,7

## Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



## Endettement intérieur total par sources de financement

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Endettement intérieur total	5,9	6,2	5,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,3	4,3	4,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents	8,3	4,6	2,1
Financements de marché	7,2	8,7	7,4
Financement monétaire du Trésor public	4,5	11,2	10,3

Le ralentissement de la croissance des financements de marché et des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est accompagné d'une stabilisation du rythme de progression des crédits des institutions financières résidentes.

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

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de février 2004 s'est élevé à 6,7 milliards d'euros, contre 9,9 milliards le mois précédent. 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 0,2 milliard d'euros, ont représenté 2 % des émissions brutes du mois (22 % le mois précédent).

Le cumul des émissions sur les douze derniers mois s'est élevé à 85,4 milliards d'euros, en baisse de 2,5 % par rapport au total émis en 2003. Les émissions des sociétés non financières ont représenté environ 95 % des capitaux collectés.

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

(en milliards d'euros)

	Année 2002	Année 2003	Février 2003 à janvier 2004	Mars 2003 à février 2004	Février 2004
Sociétés non financières	86,9	83,8	82,5	81,1	6,6
Autres agents (a)	2,1	3,8	4,2	4,3	0,1
<b>Total émis (b)</b>	<b>89,0</b>	<b>87,6</b>	<b>86,7</b>	<b>85,4</b>	<b>6,7</b>
dont :					
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	11,3	22,1	24,0	24,1	0,2
Appel public à l'épargne (c)	6,2	20,3	21,0	21,0	0,1

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

(b) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une maison-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 taux de croissance annuel de l'endettement sur les marchés de titres de dette des administrations publiques a de nouveau fléchi tout en restant élevé. Celui des sociétés financières a enregistré un léger repli.

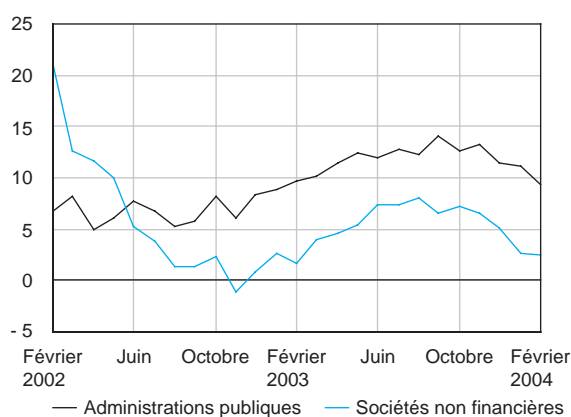
### Endettement sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Endettement sur les marchés	7,2	8,7	7,4
Administrations publiques	9,6	11,1	9,4
≤ à 1 an	66,7	20,1	15,2
> à 1 an	4,7	9,9	8,6
Sociétés non financières	1,7	2,7	2,6
≤ à 1 an	- 25,4	- 16,3	- 12,5
> à 1 an	8,4	6,0	5,2

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

(taux de croissance annuel en %)



En février, les *émissions brutes de titres de dette à long terme des résidents* se sont élevées à 25,6 milliards d'euros. Les émissions de l'État ont représenté plus de 54,7 % de ce montant.

Les remboursements du mois ayant atteint 19,2 milliards d'euros, les émissions nettes ont rapporté 6,4 milliards d'euros (contre 0,8 milliard d'euros en janvier 2004). Sur l'ensemble des douze derniers mois, leur montant s'est établi à 101,5 milliards d'euros, contre 112,1 milliards pour la période allant de février 2003 à janvier 2004, soit une diminution de 9,5 %.

À fin février, la part de l'encours constitué d'émissions libellées en devises autres que l'euro représente moins de 8 % du total.

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

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin février 2004	
	Année 2003	Février 2003 à janvier 2004	Mars 2003 à février 2004	Février 2004	Février 2003 à janvier 2004	Mars 2003 à février 2004		
Sociétés non financières	23,7	15,5	13,4	0,2	54,3	50,1	2,3	268,8
dont : <i>devises</i>	2,5	3,4	3,1	0,3	7,0	6,7	0,3	40,3
État	50,1	51,4	43,4	5,7	123,8	124,3	14,0	686,8
Administrations publiques (hors État)	14,8	14,5	14,6	-	16,1	16,1	-	43,6
dont : <i>devises</i>	-0,2	-0,6	-0,5	-	0,5	0,5	-	1,7
Institutions financières monétaires	33,1	30,4	29,5	0,5	95,7	94,8	8,7	415,3
dont : <i>devises</i>	8,3	5,3	6,2	0,4	20,7	21,7	1,9	71,3
Institutions financières non monétaires	0,7	0,4	0,5	0,1	2,8	3,2	0,4	32,3
dont : <i>devises</i>	-	-	-	-	-	-	-	0,5
<b>Total</b>	<b>122,3</b>	<b>112,1</b>	<b>101,5</b>	<b>6,4</b>	<b>292,7</b>	<b>288,5</b>	<b>25,6</b>	<b>1 446,7</b>
dont : <i>devises</i>	10,6	8,1	8,8	0,7	28,3	28,9	2,3	113,9

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 mars 2004**

**Obligations émises à Paris**

	<i>(en milliards d'euros)</i>							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin mars 2004
	2003	Mars 2003 à février 2004	Avril 2003 à mars 2004	Mars 2004	Mars 2003 à février 2004	Avril 2003 à mars 2004	Mars 2004	
Sociétés non financières	- 1,2	- 5,2	- 13,7	- 3,0	16,7	10,5	0,2	121,2
État	33,3	29,7	32,2	8,7	72,0	74,5	8,7	528,8
Administrations publiques (hors État)	14,9	15,1	14,3	-	15,5	14,7	-	39,6
Institutions financières monétaires	- 2,8	- 3,0	- 5,0	- 2,6	17,3	16,0	0,4	159,1
Institutions financières non monétaires	- 1,0	- 0,5	- 1,9	- 0,9	1,3	0,8	-	24,8
<b>Total</b>	<b>43,3</b>	<b>36,0</b>	<b>25,9</b>	<b>2,2</b>	<b>122,8</b>	<b>116,5</b>	<b>9,2</b>	<b>873,6</b>

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mars 2004 s'est établi à 9,2 milliards d'euros, en baisse de plus de 18 % par rapport au montant émis le mois précédent. Compte tenu de remboursements de 7,0 milliards d'euros, le montant des émissions nettes s'est élevé à 2,2 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires brutes lancées par l'Agence France Trésor ont représenté plus de 95 % du total de la place de Paris. Plus de 6 milliards d'euros ont été levés sur une nouvelle ligne d'OAT : l'OAT 4 % avril 2014, lors des deux séances d'adjudications du 4 et du 18 mars. À la fin du premier trimestre, l'État a réalisé plus de 40 % 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 mars 2004, 60,5 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions brutes des institutions financières monétaires, placées en totalité sous forme d'obligations foncières, ont atteint 0,4 milliard d'euros. Les remboursements des institutions financières (monétaires et non monétaires) se sont élevés à 3,5 milliards d'euros. Le désendettement de ce secteur sur le marché parisien (- 6,9 milliards d'euros sur les douze derniers mois) s'est ainsi poursuivi.

Les sociétés non financières ont levé 0,2 milliard d'euros en obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar) sur la place de Paris et ont procédé à des remboursements à hauteur de 3,2 milliards d'euros. Le montant cumulé des flux nets sur les douze derniers mois reste négatif (- 13,7 milliards d'euros).

**2.2.2. L'évolution des crédits**

*Les crédits des institutions financières monétaires*

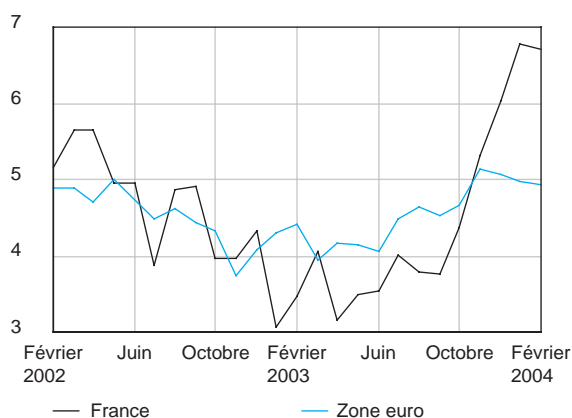
En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM a légèrement fléchi.

**Crédits par réseaux distributeurs**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Crédits des IFM	3,5	6,8	6,7
Banques	4,1	6,2	6,3
CDC et CNE	2,0	13,4	13,1
Établissements spécialisés	1,3	5,0	4,4

**Crédits des institutions financières monétaires**

*(taux de croissance annuel en %)*



Sources : Banque de France, BCE

La croissance de l'encours des crédits s'est très légèrement renforcée pour les banques. Elle s'est quelque peu ralentie pour l'ensemble CDC-CNE, plus nettement pour les établissements spécialisés.

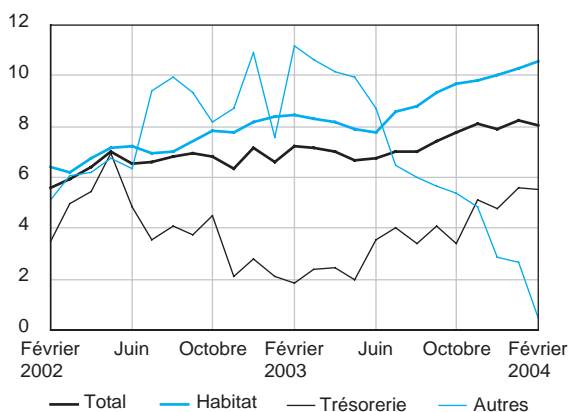
### Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Crédits des IFM :	3,5	6,8	6,7
aux administrations publiques	3,1	13,4	14,0
au secteur privé	3,5	6,1	5,9
dont :			
Crédits des EC aux ménages	7,2	8,2	8,0
dont : Trésorerie	1,9	5,6	5,5
Habitat	8,5	10,3	10,6
Crédits des EC aux sociétés non financières	2,5	- 1,0	- 1,1
dont : Trésorerie	1,0	- 11,6	- 12,8
Investissement	4,3	2,7	2,7

Le taux de croissance des crédits aux administrations publiques, déjà élevé, a augmenté. La progression soutenue des crédits accordés aux ménages pour le financement de l'habitat s'est encore renforcée. L'évolution des crédits aux sociétés non financières est restée légèrement négative (- 1,1 % en variation annuelle en février, après - 1,0 % en janvier) du fait de la poursuite de la contraction des crédits de trésorerie et du maintien à un niveau modéré du rythme de progression des crédits à l'investissement.

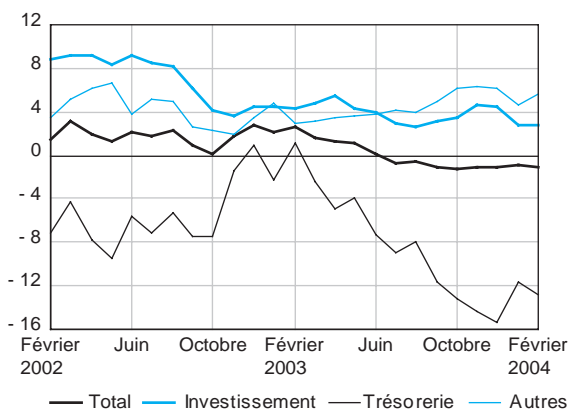
### Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)





**Les taux d'intérêt débiteurs**

**Taux débiteurs**

	<i>(moyenne mensuelles en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
<b>Crédits à la consommation (a)</b>			
Zone euro	7,15	7,04	nd
France	6,74	6,06	6,25
<b>Crédits à l'habitat aux ménages (b)</b>			
Zone euro	5,10	4,92	nd
France	5,05	4,71	4,60
<b>Crédits aux sociétés non financières (c)</b>			
Zone euro	4,74	4,06	nd
France	4,20	3,57	3,39
<b>Crédits aux sociétés non financières (d)</b>			
Zone euro	3,62	3,01	nd
France	3,48	2,76	2,25

(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

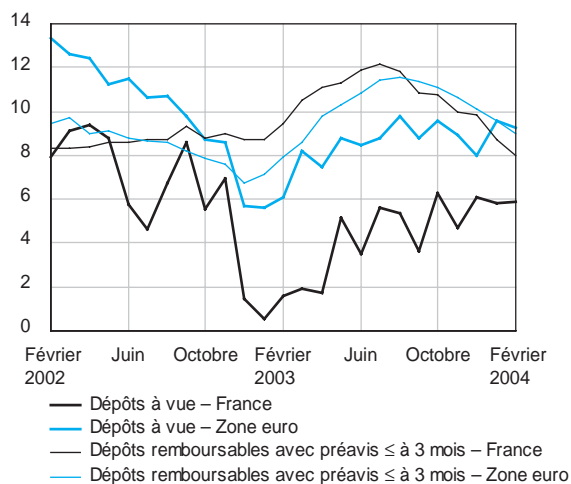
nd : non disponible

**2.3. Les placements intermédiés**

**Les placements auprès des institutions financières monétaires**

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

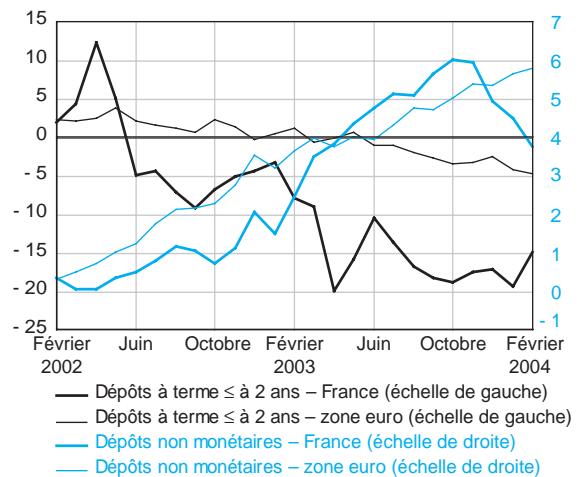
*(taux de croissance annuel en %)*



En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue a très légèrement augmenté en février, tandis que celui des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois a diminué.

**Dépôts à terme et dépôts non monétaires**

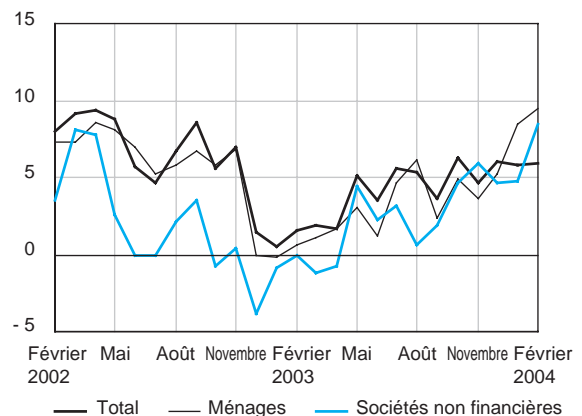
*(taux de croissance annuel en %)*



Actualité

**Dépôts à vue par agents (France)**

*(taux de croissance annuel en %)*



Sources : Banque de France, BCE

**Dépôts à vue (France)**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Dépôts à vue	1,6	5,8	5,9
Ménages	0,6	8,4	9,5
Sociétés non financières	- 0,	4,7	8,5
Autres	- 4,0	12,8	9,8

La progression des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières a compensé le ralentissement de ceux des autres agents.

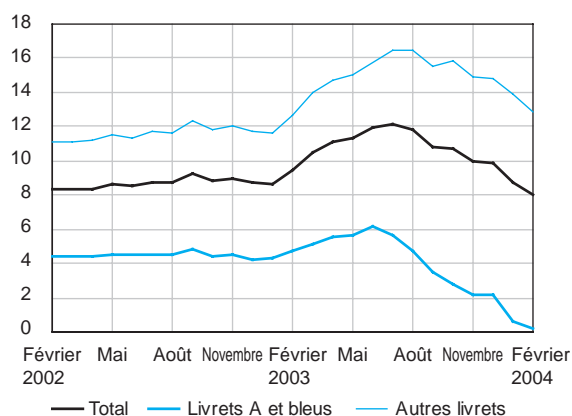
**Comptes sur livret (France)**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Comptes sur livret	9,5	8,7	8,0
Livrets A et bleus	4,7	0,6	0,2
Livrets soumis à l'impôt	24,6	27,1	24,5
Livrets d'épargne populaire	5,2	8,2	8,2
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,4	6,1	5,7

Le rythme de croissance de l'ensemble des comptes sur livrets a fléchi. Il est désormais très faible pour les livrets A et bleus.

**Comptes sur livret (France)**

*(taux de croissance annuel en %)*



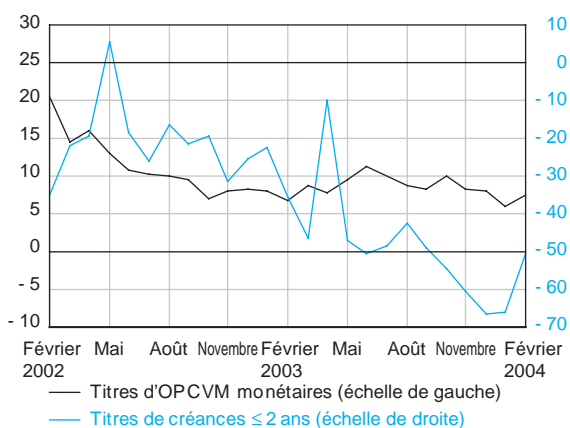
**Placements rémunérés aux taux du marché monétaire (France)**

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	- 0,4	- 3,7	0,7
Dépôts à terme ≤ à 2 ans	- 7,8	- 19,3	- 14,7
Titres d'OPCVM monétaires	6,9	5,9	7,4
Titres de créances ≤ à 2 ans	- 35,3	- 66,2	- 50,7
Pensions	4,7	32,4	26,7

La contraction en variation annuelle de l'encours des placements rémunérés à des taux de marché observée en janvier a fait place à une croissance annuelle positive en février. La croissance des pensions a été un peu moins forte, mais la contraction des titres de créances et des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est atténuée, tandis que la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est renforcée.

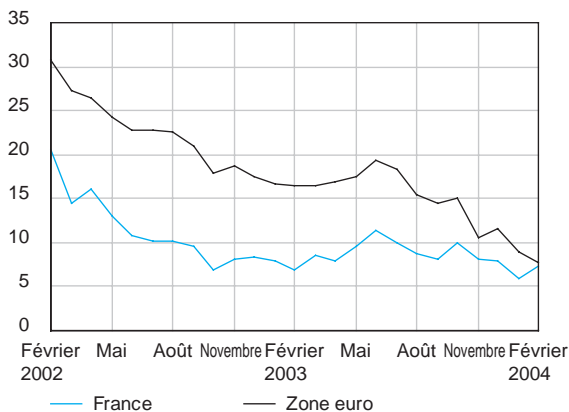
**Principaux placements en titres monétaires (France)**

*(taux de croissance annuel en %)*



**Titres d'OPCVM monétaires**

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et BCE

**Dépôts non monétaires (France)**

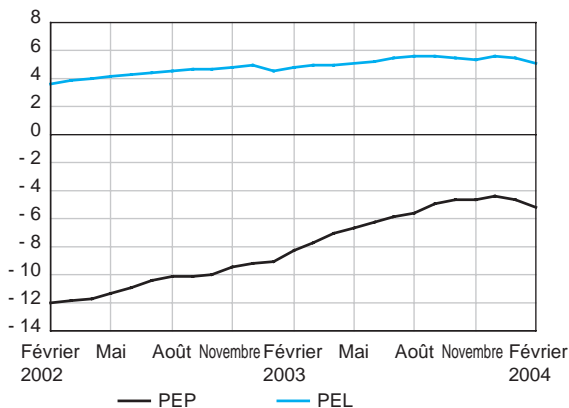
(taux de croissance annuel en %)

	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Dépôts non monétaires	2,5	4,5	3,8
dont : PEP bancaires	- 8,3	- 4,6	- 5,3
PEL	4,8	5,4	5,1

La croissance annuelle des dépôts non monétaires s'est de nouveau réduite en février : la contraction des encours des PEP bancaires s'est accentuée et le taux de croissance des PEL a fléchi.

**Principaux dépôts non monétaires (France)**

(taux de croissance annuel en %)



**Les placements en OPCVM non monétaires**

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

	(en %)		
	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004
OPCVM obligations	29,2	28,1	27,7
OPCVM actions	25,0	26,4	27,2
OPCVM diversifiés	36,2	35,2	35,1
OPCVM garantis	9,6	10,3	10,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source : Autorité des marchés financiers

Par rapport à décembre 2003, la part des OPCVM « actions » s'est renforcée au détriment des autres catégories.

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

(flux sur douze mois, par rapport aux encours, en %)

	Décembre 2002	Décembre 2003	Janvier 2004	Février 2004
OPCVM obligations	- 8,2	- 4,6	- 4,1	- 4,0
OPCVM actions	3,3	1,4	2,1	2,6
OPCVM diversifiés	- 4,5	- 1,1	0,7	2,8

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » se sont quelque peu réduits. Les flux nets de souscriptions de titres d'OPCVM « actions » ont légèrement augmenté, ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » plus sensiblement.

**Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM (a)**

	(en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Janvier 2004	Février 2004
OPCVM obligations	7,2	4,1	3,7	3,7
OPCVM actions	- 31,7	14,8	26,1	33,7
OPCVM diversifiés	- 14,1	7,8	11,9	14,2

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

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » n'a pas varié. Ceux des titres d'OPCVM « diversifiés » et surtout des titres d'OPCVM « actions » ont, en revanche, nettement augmenté.

**Les taux d'intérêt créditeurs**

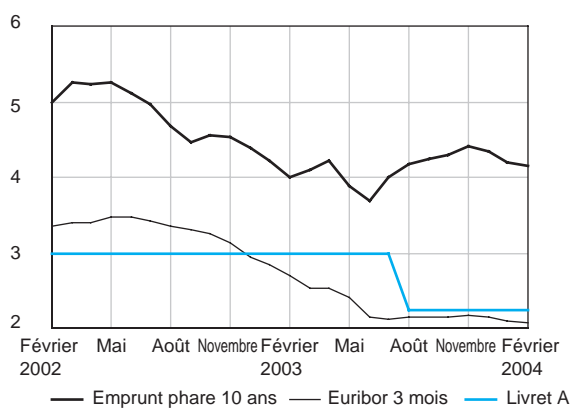
Sur les marchés, la moyenne mensuelle des taux d'intérêt à court terme n'a quasiment pas varié et celle des taux à long terme a légèrement baissé.

**Taux d'intérêt de référence**

	<i>(moyennes mensuelles en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
Euribor 3 mois	2,69	2,09	2,07
Emprunt phare 10 ans	4,01	4,20	4,14
Livret A	3,00	2,25	2,25

**Taux de marché et taux réglementés**

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

**Taux créditeurs**

	<i>(moyennes mensuelles en %)</i>		
	Février 2003	Janvier 2004	Février 2004
<b>Dépôts à vue</b>			
Zone euro	0,91	0,69	nd
<b>Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois</b>			
Zone euro	2,34	2,02	nd
France	3,08	2,55	2,83
<b>Dépôts à terme ≤ à 2 ans</b>			
Zone euro	2,56	1,94	nd
France	3,18	2,33	2,49
<b>Dépôts à terme &gt; à 2 ans</b>			
Zone euro	3,68	3,36	nd
France	4,09	3,69	3,83

*NB : les taux créditeurs à fin février ne sont pas disponibles pour la zone euro*

Source : BCE, Banque de France

### 3. Les marchés de capitaux

Au cours du mois de mars, la monnaie unique s'est repliée face au dollar, revenant même à son plus bas niveau de l'année face à la devise américaine. Parallèlement, le yen s'est apprécié significativement vis-à-vis des principales devises, avec une progression de près de 5 % contre le dollar.

De part et d'autre de l'Atlantique, les rendements obligataires et les marchés boursiers se sont orientés à la baisse, dans un contexte de montée des tensions géopolitiques.

Au Japon, en revanche, les rendements se sont tendus et l'indice Nikkei a atteint son plus haut niveau depuis deux ans, en liaison avec des signes d'accélération de la reprise économique.

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

Évoluant dans une fourchette relativement large (1,21-1,25), l'euro s'est globalement replié contre dollar au cours du mois de mars, revenant de 1,2486 à 1,2313.

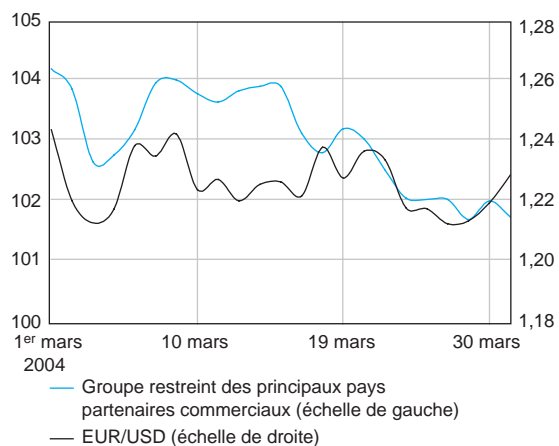
Au cours de la première quinzaine, l'absence d'amélioration notable du marché de l'emploi aux États-Unis a contribué à affaiblir le dollar.

La monnaie unique s'est cependant dépréciée en fin de mois contre dollar. 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 104,23 le 1<sup>er</sup> mars à 101,78 le 31 mars (- 2,3%).

Traduisant le manque de tendance claire de la parité EUR/USD, la volatilité implicite tirée des options de change à horizon d'un mois a progressé, de 8,70 % le 27 février à 11,85 % le 31 mars. De même, le *risk reversal* à un mois s'est retourné plusieurs fois pendant le mois de mars, oscillant sans tendance claire autour de 0 %.

#### Taux de change effectif et nominal (EUR/USD) de l'euro

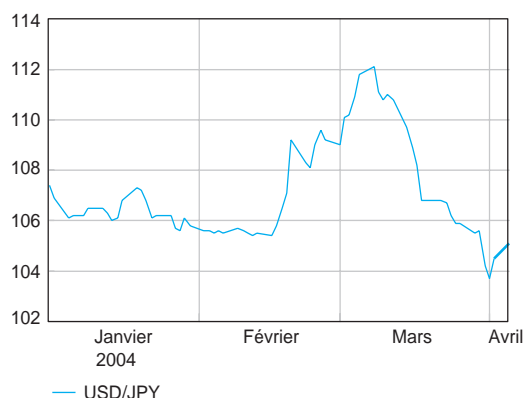
Base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 1999



Source : BCE

Le yen s'est fortement apprécié vis-à-vis des principales devises au cours du mois de mars, passant de 112,13 contre dollar le 8 mars à 104,18 en fin de mois. Il a, notamment, progressé de 5,90 % contre l'euro et de 5,80 % contre la livre sterling. Cette évolution a pris place dans un contexte de fin d'année fiscale au Japon, qui constitue habituellement un facteur de soutien de la devise nippone (rapatriement de capitaux), et de publication de données économiques favorables (confirmation d'un rythme de croissance élevé au dernier trimestre de 2003, disparition graduelle des risques déflationnistes et nette amélioration de la demande intérieure). L'apparition notable d'un excédent commercial bilatéral vis-à-vis de la Chine, pour la première fois depuis 1994, a également pu contribuer à ce mouvement.

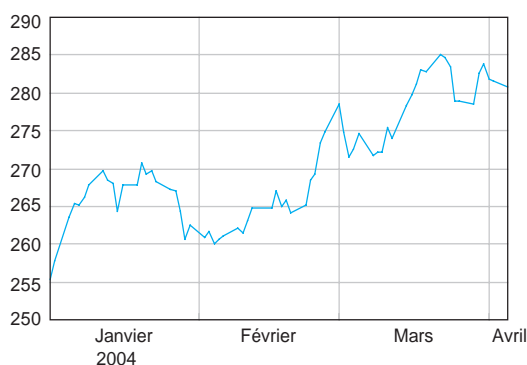
#### Taux de change du dollar contre yen



Certaines devises des pays adhérents à l'Union européenne ont également connu des fluctuations notables. Le zloty polonais s'est apprécié de plus de 3 % contre euro, en liaison avec la nomination du nouveau gouvernement qui s'est engagé à respecter rapidement les critères budgétaires nécessaires pour rejoindre l'UEM. Le forint hongrois s'est également apprécié de 2,4 % contre euro, à la suite de l'annonce d'un plan de réduction de 0,5 % par an du ratio déficit budgétaire sur PIB (à 5,9 % en 2003). La Banque centrale de Hongrie a baissé les taux directeurs de 12,50 % à 12,25 % le 22 mars, en mentionnant l'impact positif de l'appréciation de la valeur extérieure du forint sur l'inflation au cours des mois à venir.

Sur les marchés de matières premières, les compartiments des métaux de base, des matières premières industrielles et de l'énergie ont continué de refléter des tensions sur les prix, liées à l'accélération du cycle économique mondial. L'indice du *Commodity Research Bureau* (CRB), panier regroupant 17 valeurs relatives aux métaux précieux, aux métaux de base, aux matières premières industrielles et aux denrées alimentaires, a poursuivi sa progression en mars (+ 3,3%). Le cours du cuivre, en particulier, s'est maintenu à un niveau élevé, après avoir atteint un pic au 1<sup>er</sup> mars 2004 (en hausse de 29 % depuis fin 2003).

#### Indice CRB



Les cours de l'or ont connu une progression significative à partir de la deuxième quinzaine de mars, notamment à la suite des attentats de Madrid, clôturant à 421 dollars l'once, soit une hausse de 6,6 % sur le mois. Le renouvellement attendu de l'accord quinquennal de plafonnement des ventes d'or conclu entre la Banque centrale européenne, les douze banques centrales de la zone euro, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse, au début du mois de mars, n'a pas eu d'impact notable sur les cours.

#### Déclaration conjointe relative à l'or signée le 8 mars 2004

(par la Banque centrale européenne, la Banque d'Italie, la Banque d'Espagne, la Banque du Portugal, la Banque de Grèce, la Banque centrale du Luxembourg, la Banque de France, la Banque nationale de Belgique, la Banque centrale et la Financial Services Authority d'Irlande, la Banque des Pays-Bas, la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale d'Autriche, la Banque de Finlande, la Banque nationale suisse, la Banque de Suède)

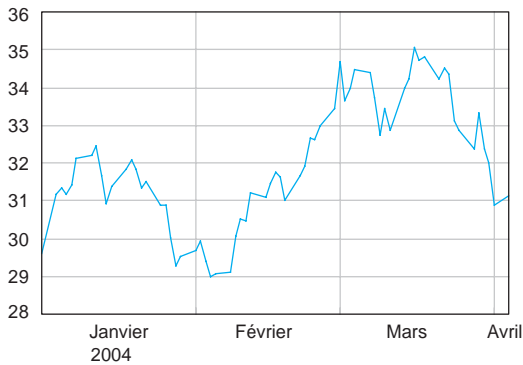
- L'or restera un élément important des réserves monétaires mondiales.
- Les cessions d'or déjà décidées et devant être décidées par les institutions soussignées seront effectuées dans le cadre d'un programme concerté de cessions sur une période de cinq ans, débutant le 27 septembre 2004, juste après la fin de l'accord précédent. Les cessions annuelles ne dépasseront pas 500 tonnes et, sur l'ensemble de la période, le montant total des cessions ne dépassera pas 2 500 tonnes.
- Au cours de cette période, les institutions signataires du présent accord sont convenues que le montant total de leurs prêts d'or et le montant total des opérations à terme et des options sur or auxquelles elles auront recours ne dépasseront pas les montants prévalant à la date de la signature du précédent accord.
- Cet accord fera l'objet d'un réexamen dans cinq ans.

Les cours du pétrole sont restés élevés et s'établissaient à 32,06 dollars le baril en fin de période, après avoir atteint 35,07 dollars en cours de mois. Les tensions sur les cours observées dès mi-février, à la suite à la décision de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de réduire ses quotas de production de 1 million de barils par jour à partir du 1<sup>er</sup> avril, se sont poursuivies, renforcées par une forte demande asiatique (en provenance de Chine essentiellement). Le fonctionnement de l'industrie pétrolière à flux tendus, en termes de capacité de raffinage, ainsi que des niveaux de stocks relativement bas depuis le début de l'année contribuent également au soutien des prix.

Dans ce contexte, les devises sensibles aux cours des matières premières se sont appréciées au cours du mois de mars. Le rand sud-africain a ainsi progressé de 3,8 % contre dollar, dans le sillage de la montée des métaux précieux.

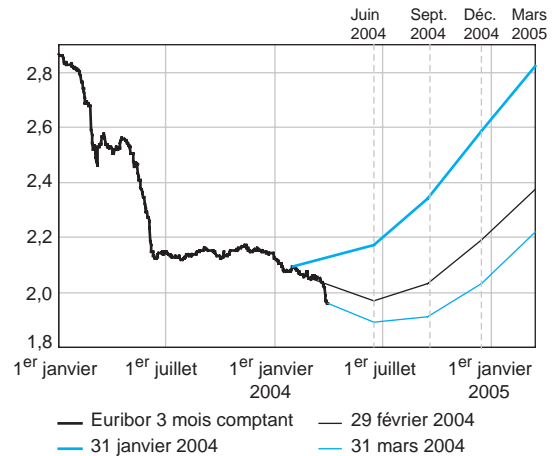
**Cours du Brent**

(en USD)



**Taux implicites des contrats Euribor**

(en %)



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

Au cours du mois de mars, les taux d'intérêt monétaires et obligataires ont continué à se détendre.

**Poursuite de la détente des rendements en zone euro**

Sur le segment le plus court du marché monétaire en euro, le taux Eonia s'est établi à proximité de 2 % durant la majeure partie du mois. Le taux Eonia ne s'est en effet que ponctuellement détendu, jusqu'à 1,84 %, à la veille de la fin de la période de constitution des réserves, le 9 mars, en raison de l'aisance des trésoreries bancaires. Les modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire (nouvelles dates pour les périodes de constitution des réserves obligatoires et passage à des appels d'offres à une semaine, contre deux semaines antérieurement) ont été introduites sans difficulté.

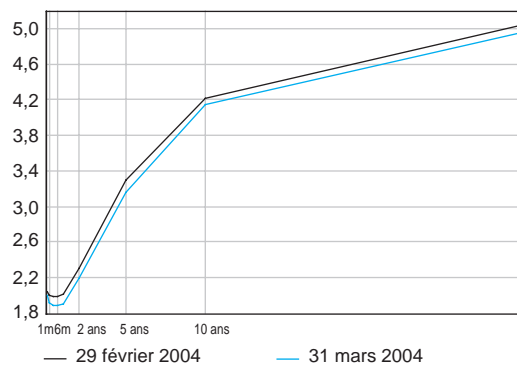
Dans la zone euro, les rendements monétaires se sont détendus, dans un mouvement d'aplatissement de la courbe des rendements à court terme, les rendements à six mois et un an s'établissant, respectivement, à 1,94 % et 1,98 %.

La volatilité implicite des options sur le contrat Euribor d'échéance juin 2004 est demeurée sur des niveaux élevés, s'inscrivant même en légère progression (23,8 %, contre 20,5 % fin février), et témoignent ainsi des incertitudes des marchés.

La détente des rendements à court terme s'est diffusée aux rendements obligataires, notamment aux maturités intermédiaires, le deux ans et le dix ans français reculant de quelque 15 et 5 points de base pour s'établir, respectivement, à 2,13 % et 4,03 %, niveaux les plus bas observés depuis juillet 2003.

**Courbe des taux d'intérêt en France**

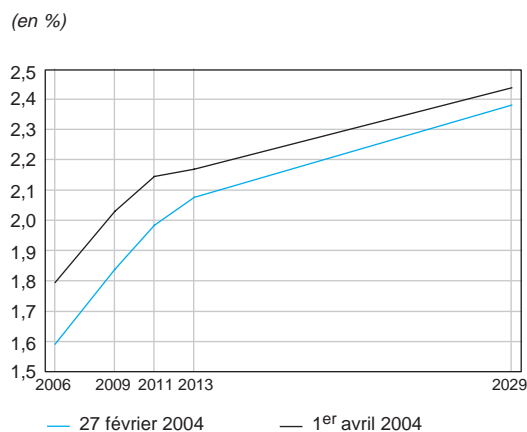
(en %)



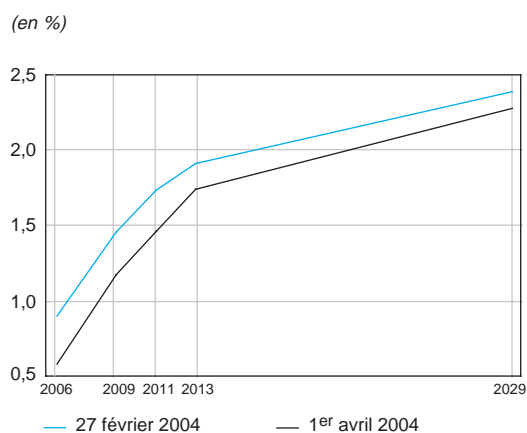
Cette baisse des rendements nominaux s'est accompagnée d'une détente des rendements réels, celui de l'OATi de maturité juillet 2013 se repliant de 1,91 %

à 1,74 % fin mars, tandis que le point mort d'inflation progressait de 9 points de base, de 2,08 % à 2,17 %.

### Courbe de point mort d'inflation française (hors tabac)



### Courbe des taux réels des obligations indexées sur l'inflation française



### Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	1 <sup>er</sup> mars 2004	31 mars 2004	Variation	Plus haut niveau de 2002
Industrielles AAA	10	13	3	21
Industrielles AA	27	29	2	61
Financières AA	33	34	+ 1	60
Corporate BBB	91	88	- 3	267
Industrielles BBB	91	90	- 1	286
Télécom BBB	73	71	- 2	255

Source : Merrill Lynch, échéance cinq ans

Les primes de signature ont poursuivi leur tendance récente de stabilisation, avec un léger rétrécissement pour les obligations émises par les entreprises moins bien notées. Cette tendance s'inscrit dans un contexte d'évolution de l'offre favorable, les volumes d'émissions au premier trimestre 2004 demeurant très faibles. La poursuite de la baisse des rendements obligataires en zone euro a également participé à cette évolution *via* un renforcement de l'attractivité des rendements attachés aux émissions des entreprises non financières.

### Baisse des rendements obligataires américains, les maturités les plus éloignées enregistrant le recul le plus important

En mars, les rendements monétaires et obligataires américains ont continué à se détendre de manière significative. Le maintien d'un consensus assez large des participants de marché sur la poursuite du *statu quo* monétaire a, notamment, été entretenu par la publication de statistiques décevantes de créations d'emploi. La résurgence de tensions géopolitiques a également contribué à la bonne orientation des marchés de taux, ainsi que la persistance d'achats importants, par des banques centrales asiatiques, de titres d'État libellés en dollars.

Dans ce contexte, la courbe des taux implicites des contrats futurs eurodollar 3 mois s'est aplatie, les intervenants de marché repoussant dans le temps leurs anticipations de remontée des taux d'intérêt à court terme américains. Le taux implicite du contrat d'échéance décembre s'est établi à 1,57 %, contre 1,73 % à la fin du mois précédent, signalant ainsi un report sur la fin de l'année 2004 des anticipations d'une hausse de 25 points de base des taux directeurs américains.

En conséquence, le rendement à deux ans a cédé 5 points de base et celui à dix ans 16 points de base, s'établissant, respectivement, à 1,63 % et 3,93 %.

Sur le marché des titres d'état indexés sur l'inflation (TIIPS), les taux d'intérêt réels se sont détendus, le taux réel d'échéance juillet 2013 revenant de 1,51 % à 1,38 %.

### Nette remontée des rendements japonais

L'amélioration des perspectives économiques dans l'Archipel a entraîné une remontée sensible des rendements obligataires (8 points de base sur le deux ans,



à 0,14 %, et 21 points de base sur le 10 ans, à 1,44 %). Des dénouements de position à l'approche de la fin de l'année fiscale ont également constitué un facteur ponctuel de baisse pour les marchés de taux. On notera que la prime de signature de l'État japonais vis-à-vis du secteur bancaire s'est nettement réduite à la faveur du relèvement par Standard and Poor's (S&P) de la perspective de notation de la dette souveraine.

### 3.3. Les marchés boursiers

Après s'être inscrits globalement en hausse durant les deux premiers mois de l'année, les principaux indices boursiers, à l'exception du Nikkei, ont reculé en mars, ramenant la performance trimestrielle depuis début 2004 à une modeste hausse dans le cas du marché français, voire à une baisse dans le cas du DAX et du FTSE. En effet, au cours de ce mois de mars, les marchés boursiers européens et américains ont pâti des incertitudes sur le rythme de croissance en Europe continentale et aux États-Unis et de la recrudescence du risque de terrorisme.

Dans ce contexte, la volatilité implicite des options sur indices boursiers a augmenté au cours du mois, reflétant l'incertitude entourant l'évolution des cours boursiers à court terme : ainsi, la volatilité implicite sur l'indice CAC 40 est passée de 16,6 % à 19,5 %, (atteignant même son plus haut niveau de mi-mars, à 23,9 %) et celle sur l'indice S&P 500 de 14,4 % à 16,3 % (plus haut niveau à 21,6 % le 22 mars).

En Europe, le secteur de l'assurance (- 6,6 %) et les valeurs les plus exposées aux évolutions du cycle économique, comme les valeurs technologiques (- 3,5 %) et les valeurs bancaires (- 3 %), ont plus particulièrement reculé, comme le montrent les sous-indices de l'Eurostoxx. En revanche, le secteur de la santé a progressé de plus de 2 %, en liaison avec des perspectives de fusions dans le secteur.

Aux États-Unis, les valeurs technologiques ont enregistré un recul relativement plus faible (- 1,4 % pour le Nasdaq), après avoir bénéficié de l'amélioration des anticipations de profits dans ce secteur pour le premier trimestre.

Le Nikkei a gagné plus de 6 %, atteignant même ses plus hauts niveaux depuis deux ans, dans le sillage des

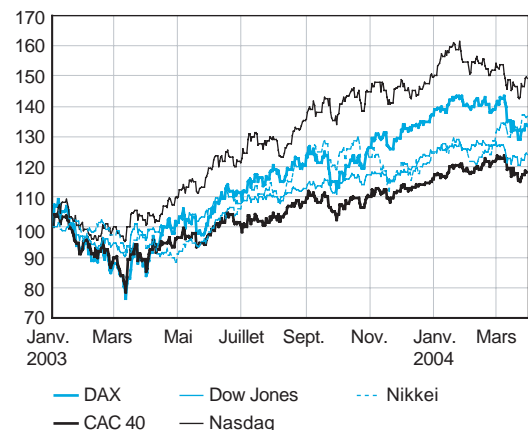
bons chiffres économiques japonais. Le relèvement par S&P de la perspective de notation de la dette souveraine japonaise de négative à neutre a, en outre, particulièrement soutenu le secteur bancaire, qui détient des portefeuilles importants en titres d'État (hausse de 23 % du sous-secteur bancaire du TOPIX en mars).

#### Indices boursiers

	Niveau au 31 mars 2004	Variation/ 27 février 2004	Variation/ 31 décembre 2003
(en %)			
<b>Indices larges</b>			
CAC 40	3 625,23	- 2,69	1,89
DAX	3 856,70	- 4,02	- 2,74
DJ EuroStoxx 50	2 787,49	- 3,65	0,97
FTSE	4 385,70	- 2,37	- 2,04
Nasdaq	1 994,22	- 1,84	- 0,45
Dow Jones	10 357,70	- 2,45	- 0,92
Nikkei	11 715,39	6,10	9,73

#### Indices boursiers

Base 100 = janvier 2003



#### 3.3.1. L'activité du marché monétaire de la place de Paris au premier trimestre

Au cours du premier trimestre, les volumes des prêts interbancaires en blanc échangés sur le compartiment du jour le jour, tels que déclarés par les participants au panel Eonia, se sont sensiblement réduits (- 19 %).

En moyenne, sur les trois derniers mois, 41,5 milliards d'euros ont été échangés quotidiennement, contre 34,9 milliards le trimestre précédent. Dans cet ensemble, la part des banques françaises n'a que faiblement évolué, revenant de 13,7 % à 13,1 %.

Les volumes traités sur le marché de la pension livrée sur titres français ont connu une grande stabilité au cours de ce trimestre, atteignant un volume mensuel moyen de 565 milliards d'euros, montant très proche de celui du trimestre précédent (560 milliards). Ils s'inscrivent néanmoins en baisse par rapport aux volumes du premier trimestre 2003, dont la moyenne mensuelle était alors de 725 milliards d'euros (source Euroclear France).

Sur le compartiment du vrac, les titres d'État français ont été moins recherchés ; ils se sont, en conséquence, dépréciés par rapport au trimestre précédent (jusqu'à Eonia - 2 points de base, contre Eonia - 5 en fin d'année dernière). Le volume des opérations habituelles de prises en pension de l'Agence France Trésor a diminué en début d'année, ce qui a contribué à rendre les titres sous-jacents moins onéreux sur le marché du repo en vrac. En outre, les intervenants de marché ont fait valoir que les investisseurs avaient fortement réduit leurs positions courtes sur les papiers émis par l'État français. Aussi l'activité sur le marché du prêt de titre (repo en spécifique) a-t-elle connu une animation limitée. Toutefois la nouvelle OAT trente ans de maturité avril 2035 a été particulièrement recherchée à l'occasion de son émission. Elle s'est ainsi renchérie jusqu'à Eonia - 15 points de base.

Concernant le marché des bons du Trésor, l'Agence France Trésor a émis un montant brut de 55,5 milliards d'euros de titres face à des tombées totalisant 55,3 milliards, soit une offre nette de 0,2 milliard. Sur le compartiment des bons à moyen terme (BTAN), le Trésor français a émis environ 18 milliards d'euros, les remboursements ne se montant qu'à 13,3 milliards soit une offre nette positive de 4,7 milliards d'euros.

Les taux de couverture des émissions (montant demandé/montant adjugé) sont ressortis entre 1,7 et 4,5, témoignant d'une demande toujours soutenue des intervenants de marché aux adjudications.

L'écart entre les taux des BTF et les taux de swap de même échéance est demeuré stable (swap - 3 points

de base pour les BTF à 3 mois et swap - 2 points de base pour les BTF à 1 an).

L'activité sur le marché des swaps de taux d'intérêt court terme (swaps Eonia) a fortement augmenté au cours du premier trimestre 2004. La volatilité des anticipations de taux d'intérêt à court terme a favorisé cette augmentation. La majeure partie des volumes de négociation est restée concentrée sur la partie à court terme de la courbe jusqu'à trois mois. La résurgence de tensions sur le marché interbancaire à très court terme a également entraîné des gains ponctuels d'activité de couverture, notamment sur des échéances extrêmement courtes habituellement peu traitées, telle le Tom-Next. Les intervenants de marché ont, en outre, pu remarquer que les fourchettes de cotation se sont resserrées, de l'ordre de 0,75 point de base sur les swaps à six mois, les négociations pouvant porter au huitième de point de base près sur les maturités plus longues.

### 3.3.2. Marché des titres de créances négociables

L'encours global des titres de créances négociables<sup>1</sup> (toutes devises confondues), en progression de près de 10 % par rapport au trimestre précédent et de 4 % sur un an, a atteint 341,5 milliards d'euros (arrêté au 26 mars 2004). Cette progression est imputable aux encours de certificats de dépôt et de billets de trésorerie, qui augmentent, respectivement, de 12 % et 14 % sur le trimestre. Sur un an, les évolutions de ces deux segments sont, en revanche, contrastées, l'encours des billets de trésorerie s'inscrivant en repli de 7,7 milliards d'euros, tandis que l'encours des certificats de dépôt augmente de 20,2 milliards. Quant aux bons à moyen terme négociables, leur encours continue de montrer une quasi-stabilité.

#### Encours en milliards d'euros, toutes devises confondues

	26 mars 2004	31 déc. 2003	28 mars 2003
Certificat de dépôt	218,8	195,5	198,6
Billets de trésorerie	69,1	60,6	76,8
Bons à moyen terme négociables	53,6	54,6	52,5
<b>Total</b>	<b>341,5</b>	<b>310,6</b>	<b>327,9</b>

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

### Les émissions de certificats de dépôt négociables

L'encours des certificats de dépôt libellés en euros a durablement franchi le seuil des 200 milliards d'euros au cours du trimestre, culminant à 212,6 milliards au mois de février avant de revenir à 209,8 milliards en fin de période.

Le marché des certificats de dépôt a attiré deux nouveaux émetteurs non résidents : Depfa Bank Plc et Northern Rock Plc (tous deux notés A-1 par Standard and Poor's et P-1 par Moody's). Le premier, établissement de droit irlandais, a inauguré ses émissions dans le cadre d'un programme de 5 milliards d'euros et le second, établissement financier britannique, a commencé à émettre dans le cadre d'un programme de 2 milliards d'euros.

#### Certificats de dépôt négociables

(en milliards d'euros)



En termes de répartition des émissions par durées initiales, les titres à très court terme (émis sur un terme compris entre un et trois jours) restent majoritaires, avec 61,7 % de la production.

S'agissant des souscripteurs, la part des établissements de crédit, principales contreparties au sein du marché, continuent de s'accroître. Elle a atteint 45 % du volume

d'émission, traduisant une progression de dix points de pourcentage au cours des trois derniers trimestres.

### Les émissions de billets de trésorerie

Après avoir enregistré un net repli en fin d'année dernière, à moins de 60 milliards d'euros, le marché a enregistré au premier trimestre une nette reprise de l'activité. Le volume d'émission (166 milliards d'euros) a largement excédé les tombées (157 milliards), de sorte que l'encours global est remonté à 68,2 milliards à fin mars, retrouvant ainsi un niveau proche de la fin septembre 2003.

Ce regain d'activité est principalement à mettre au compte des émetteurs « corporates », qui ont accru leurs émissions en allant bien au-delà du simple renouvellement des lignes qu'ils avaient pu émettre en prévision du passage de la fin 2003.

À l'inverse, l'encours des billets de trésorerie émis par les véhicules de titrisation est resté sur son niveau de fin décembre. Ce secteur demeure néanmoins un segment majeur du marché dont il représente un tiers de l'encours, six structures de titrisation entrant parmi les dix principaux émetteurs.

De nouveaux émetteurs sont entrés sur le marché au cours du trimestre :

- la ville de Boulogne-Billancourt a procédé à ses premières émissions dans le cadre d'un programme de 175 millions d'euros noté A-1+. L'arrivée de cet émetteur démontre l'intérêt des collectivités locales pour cet instrument de financement ;
- l'Unedic a aussi procédé à ses premières opérations, se plaçant d'emblée parmi les vingt premiers intervenants du marché avec un encours de 1,2 milliard d'euros au 26 mars, égal au plafond de son programme noté A-1+, P-1 ;
- enfin, EADS Finance BV, centrale de financement du groupe EADS, a inauguré son programme de 2 milliards d'euros, noté A-1 par Standard and Poor's.

**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 %)

	Mars 2004		Moyenne année 2004	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	366,555	57,68	338,59	59,96
Pensions à taux fixe	106,058	16,69	95,19	16,83
Pensions à taux variable	260,497	40,99	243,40	43,14
BTAN	171,171	26,93	145,93	25,71
Pensions à taux fixe	36,841	5,80	32,88	5,81
Pensions à taux variable	134,330	21,14	113,05	19,90
BTF	97,791	15,39	81,45	14,33
Pensions à taux fixe	21,792	3,43	16,74	2,93
Pensions à taux variable	75,999	11,96	64,72	11,40
<b>TOTAL</b>	<b>635,517</b>	<b>100,00</b>	<b>565,96</b>	<b>100,00</b>
Pensions à taux fixe	164,691	25,91	144,80	25,56
Pensions à taux variable	470,826	74,09	421,16	74,44

**Taux des BTF et des BTAN**

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	31 mars 2004	27 février 2004	Variation
	1 mois	1,95	
3 mois	1,87	1,95	- 8
6 mois	1,85	1,94	- 9
12 mois	1,88	1,98	- 10
2 ans	2,14	2,28	- 14
5 ans	3,08	3,22	- 14

**Émission de titres de créances négociables**

(en milliards d'euros)

	Émissions en mars 2004		Encours à fin mars 2004
	brutes	nettes	
	<b>Titres de créances négociables</b>	<b>331,2</b>	<b>3,9</b>
Certificats de dépôt négociables	270,9	1,0	209,8
BMTN	0,6	- 0,3	53,3
Billets de trésorerie	59,7	3,2	68,2

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

(en %)

	28 février au 5 mars	6 au 12 mars	13 au 19 mars	20 au 26 mars
Billets à 1 jour	2,05	2,08	2,06	2,09
Billets à 10 jours	2,04	(-)	2,08	2,09
Billets à 30 jours	2,10	2,17	2,10	2,08
Billets à 90 jours	2,10	2,11	2,10	2,06
Billets à 180 jours	2,20	2,08	2,10	2,03

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

(en %)

	28 février au 5 mars	6 au 12 mars	13 au 19 mars	20 au 26 mars
Certificats à 1 jour	2,00	2,01	2,04	2,06
Certificats à 10 jours	2,00	1,91	1,99	2,08
Certificats à 30 jours	2,05	2,04	2,06	2,03
Certificats à 90 jours	2,07	2,08	2,07	2,04
Certificats à 180 jours	2,07	2,07	2,04	2,02

**Spreads billets de trésorerie — swaps au cours des trois derniers mois**

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

(en points de base)

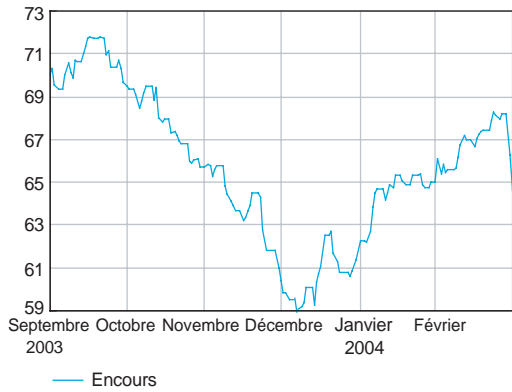
		A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules (a)
		<b>1 mois</b>	Janvier	1	4
	Février	0	5	7	4
	Mars	2	6	8	4
<b>3 mois</b>	Janvier	3	9	10	7
	Février	4	8	9	7
	Mars	5	7	13	8

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

La quasi-totalité des prix à l'émission du mois précédent se retrouve également en mars. Toutefois, sur la durée trois mois, on observe une hausse de quatre points de base sur la population des émetteurs non notés.

**Billets de trésorerie**

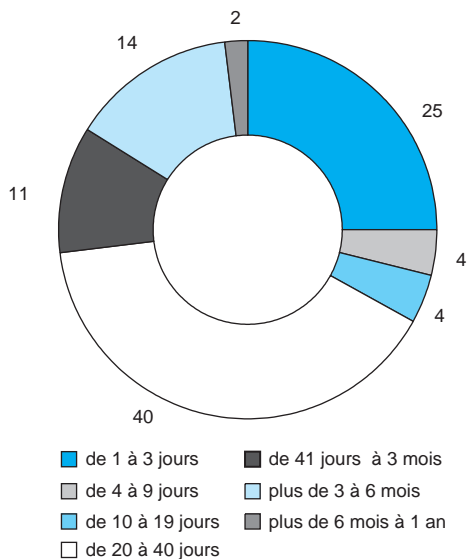
(encours en milliards d'euros)



Les émissions se sont réparties par tranches de durées comme suit.

**Émissions de billets de trésorerie au premier trimestre 2004 par tranches de durées**

(en pourcentage)

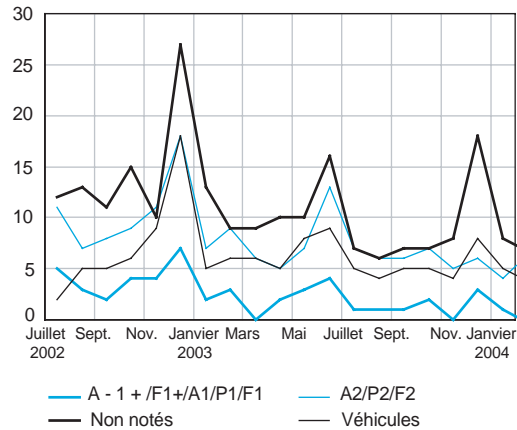


Les *spreads* à un mois par rapport au *swap* Eonia, qui s'étaient élargis, comme à l'accoutumée, lors du passage de fin d'année — plus particulièrement pour

les émetteurs non notés —, ont retrouvé leurs niveaux précédents au cours du mois de janvier et ont peu évolué depuis lors.

**Spreads billets de trésorerie/Swaps (maturité 1 mois)**

(en points de base)

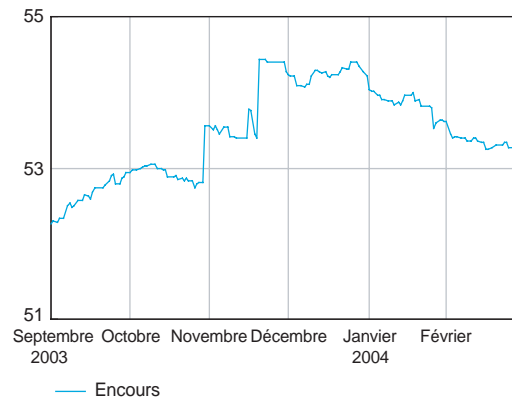


**Les émissions de bons à moyen terme négociables**

L'encours de bons à moyen terme négociables (BMTN) en euros a baissé par rapport au trimestre précédent, mais reste en progression sur un an (1,1 milliard d'euros). L'encours global correspond pour un tiers environ (35 % à fin mars) aux opérations des deux principaux émetteurs (Société générale et Entenial) qui animent traditionnellement le marché.

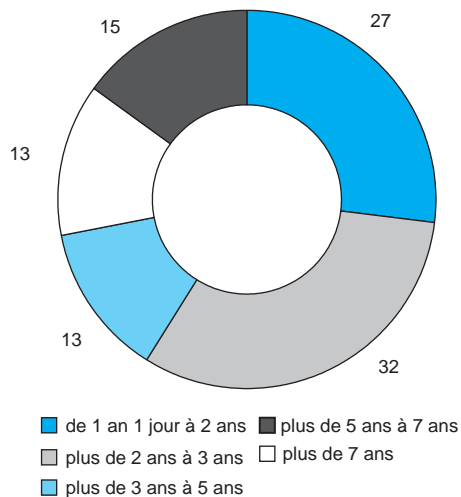
**Bons à moyen terme négociables**

(encours en milliards d'euros)



**Émissions de BMTN  
au premier trimestre 2004  
par tranches de durées**

(en pourcentage)



Contrairement aux deux trimestres précédents, marqués par des émissions significatives sur des longues durées (entre cinq et sept ans), l'activité du trimestre s'est concentrée sur le segment des durées de deux à trois ans qui, avec celui de un à deux ans, recouvre près de 60 % des émissions.

Les taux variables ou révisables ont constitué le mode de rémunération prédominant (56 % des émissions) avec l'Eonia comme principal index de référence (30 %). La part des émissions à taux fixes continue de diminuer et ne représente plus que 23 % du total des émissions, contre 31 % et 37 % les deux trimestres précédents. Après être tombée sous le seuil des 10 % au quatrième trimestre 2003, la part des produits structurés a quasiment retrouvé en fin de trimestre son niveau du troisième trimestre 2003 (21 % du montant global des émissions).

## La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002

*Au 31 décembre 2002, le capital des entreprises françaises du CAC 40 était détenu à 42,4 % par des non-résidents. Les investisseurs résidents de la zone euro, qui détiennent 17,0 % du capital, figurent au premier rang des investisseurs étrangers, suivis des investisseurs américains (12,8 %) et britanniques (6,3 %).*

*Le poids des non-résidents est très variable selon les valeurs et les secteurs d'activité. Le taux de détention par secteurs s'étage de 51,6 % pour les entreprises du secteur Industries de base - Ressources naturelles à 23,9 % pour les entreprises de services non cycliques.*

*Après avoir constamment augmenté entre fin 1997 et 2001, passant de 33,4 % à 42,8 %, le taux de détention des non-résidents s'est légèrement replié, en 2002. La tendance à la hausse s'explique notamment par les grandes opérations de fusions et acquisitions transfrontières, impliquant des grands groupes français et financées par échanges de titres, qui ont eu lieu au cours des années 1999 et 2000.*

*Le poids des non-résidents est supérieur à celui observé dans d'autres pays européens, ce qui peut s'interpréter comme le reflet de l'attractivité des entreprises françaises et de la bourse de Paris pour les investisseurs internationaux.*

Jean-Guillaume POULAIN  
*Direction de la Balance des paiements  
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

## 1. L'évolution du taux de détention des non-résidents

### 1.1. La part des non-résidents a nettement progressé

Les non-résidents détenaient 42,4 % du capital des entreprises françaises du CAC 40 à fin décembre 2002. Si cette part s'affiche en très léger recul (de 0,4 point) par rapport à décembre 2001, l'augmentation constatée depuis fin 1997 est importante (9 points).

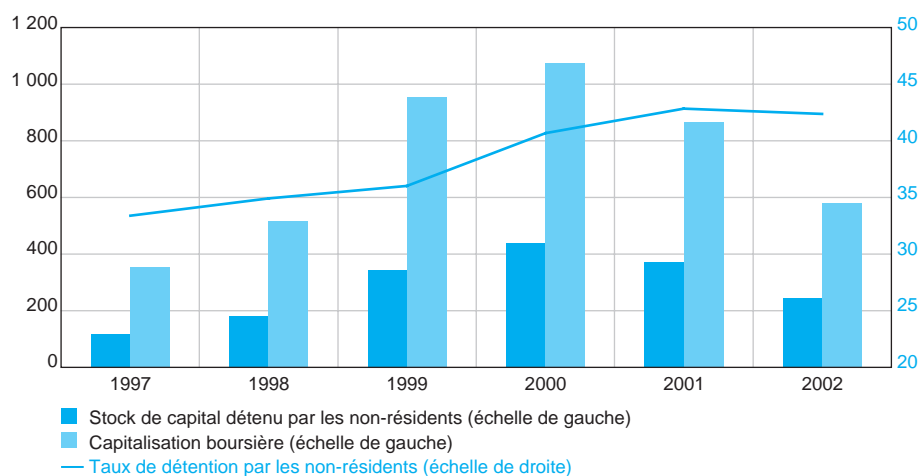
L'année 2000 est celle où la hausse a été la plus forte : le taux de détention du capital du CAC 40 par les non-résidents est passé de 36,0 % à 40,7 %. Entre fin 1999 et fin 2000, la moyenne des taux de détention par titres de notre échantillon<sup>1</sup> est restée stable à 35,6 % tandis que l'écart-type passait de 15,8 % à 17,9 %. Cela s'explique par l'impact de l'augmentation de la détention des titres de certains grands groupes dont la capitalisation boursière était importante (voir paragraphe 1.1.1.).

#### Graphique 1

#### Détention du capital des entreprises résidentes du CAC 40 par les non-résidents en fin d'année

(en milliards d'euros)

(en %)



Source : Euronext, Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib

<sup>1</sup> Voir l'encadré méthodologique



### **Méthodologie du calcul de la part des non-résidents dans le CAC 40**

La Banque de France publie régulièrement dans son Bulletin des statistiques relatives à la détention du capital des entreprises françaises cotées et non cotées par les non-résidents. Ces statistiques, mises à jour trimestriellement à partir des données de la balance des paiements et de la position extérieure de la France, permettent d'évaluer le poids des investisseurs non-résidents dans le capital des firmes françaises.

L'appareil statistique de la direction de la Balance des paiements permet d'établir une position-titre pour les stocks et d'obtenir des informations précises sur les flux titre par titre. À partir de ce socle statistique, il est possible d'affiner les résultats des statistiques trimestrielles évoquées ci-dessus en s'intéressant plus particulièrement à la détention des actions françaises cotées au CAC 40 par les non-résidents. Les positions titre par titre proviennent de « l'enquête sur les encours annuels de portefeuille des établissements de crédit et de leur clientèle résidente et non-résidente » (états 26, 26A et 26B des textes réglementaires de la Balance des paiements) <sup>1</sup>.

Il n'est cependant pas aisé de comparer les taux de détention des actions françaises du CAC 40 par les non-résidents sur plusieurs années, la composition de l'indice variant fréquemment au cours du temps. Sur les trente-sept valeurs résidentes françaises de l'indice <sup>2</sup>, il a été retenu un échantillon de trente-trois valeurs : une base stable de trente et une valeurs entrant actuellement dans la composition du CAC 40, et deux valeurs remplacées (l'une en 1999, l'autre en 2001) par deux autres valeurs du même secteur.

En prenant en compte la moyenne quotidienne des capitalisations boursières des entreprises du CAC 40 sur la période 1<sup>er</sup> octobre 2002 – 30 septembre 2003 (source : Euronext), notre échantillon représente 93 % de la capitalisation totale du CAC 40.

Pour une valeur donnée, le taux de détention est calculé comme le rapport du stock de capital détenu par les non-résidents sur la capitalisation boursière totale de la valeur. Le numérateur se décompose en deux catégories :

- d'une part, le stock d'investissements de portefeuille ; cette catégorie regroupe les investissements à la suite desquels le capital détenu par l'investisseur est inférieur à 10 % de la capitalisation boursière totale ;
- d'autre part, le stock d'investissements directs ; un investissement est à classer dans cette catégorie quand il a pour effet de porter la détention globale par l'investisseur à 10 % ou plus de la capitalisation boursière de la valeur.

Note : le stock d'investissement dans une valeur V de l'échantillon détenu par une entité non résidente via une holding résidente française n'apparaîtra pas comme un stock détenu par les non-résidents dans cette valeur V mais comme un investissement dans la holding en question. Par conséquent, ce type d'investissement indirect n'affecte pas le taux de détention de V par les non-résidents.

Il convient de distinguer deux concepts utilisés dans cette étude :

- d'une part, le taux de détention moyen, construit comme le rapport de la somme des stocks détenus par les non-résidents pour chaque valeur sur la capitalisation boursière totale de l'échantillon. Ce taux correspond donc à la moyenne des taux de détention individuels pondérée par le poids relatif de chaque valeur dans la capitalisation totale de l'échantillon ;
- d'autre part, la moyenne des taux de détention, qui est la moyenne non pondérée des taux de détention individuels.

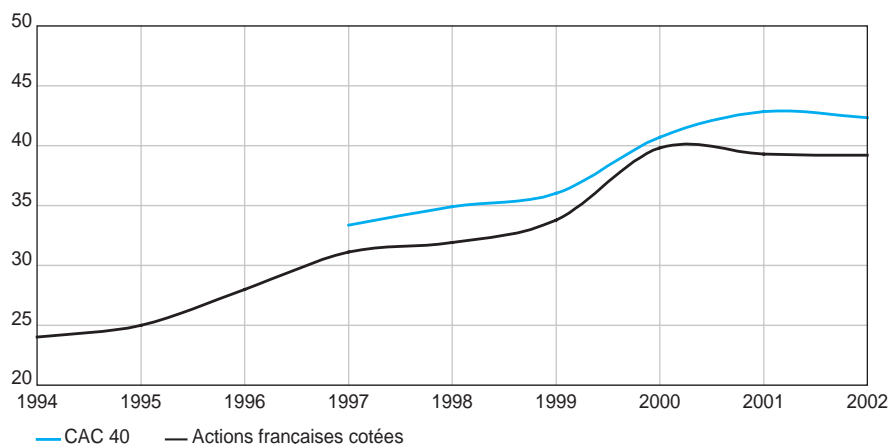
<sup>1</sup> Ces positions sont collectées par le Serib, et ont été transmises par Georges-Pierre Baltzinger.

<sup>2</sup> EADS et ST Microelectronics, dont les sièges sociaux sont localisés aux Pays-Bas, et Dexia, dont le siège social est situé en Belgique, ne sont pas considérées comme des entités résidentes françaises et sont donc exclues des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure.

Graphique 2

Taux de détention du capital des entreprises cotées françaises par les non-résidents en fin d'année

(en %)



Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib – Semex

On observe un taux de détention plus élevé pour les entreprises cotées au CAC 40 que pour l'ensemble des entreprises cotées. Plusieurs hypothèses peuvent être avancées :

- l'importance du critère de liquidité des placements chez les investisseurs institutionnels non-résidents ;
- le rôle de « vitrine » de la place de Paris joué par l'indice CAC 40 pour les investisseurs, l'information financière disponible étant beaucoup plus importante pour un groupe coté au CAC 40 ;
- le fait que de nombreux fonds pratiquent la gestion indicielle ; ce faisant, ils prennent systématiquement des participations dans les entreprises du CAC 40 afin de reproduire, voire d'améliorer, les performances de l'indice à partir d'un panier de valeurs.

Par ailleurs, le resserrement de l'écart entre la détention des actions des entreprises du CAC 40 et des entreprises cotées, en 2000, peut s'expliquer par un effet mécanique : le poids de la capitalisation boursière du CAC 40, qui représentait 68,4 % de la capitalisation totale de la Bourse de Paris en 1997 et 68,0 % en 2002, s'est élevé à 76,4 % de celle-ci en 2000, année où les indices ont atteint leurs niveaux records.

### 1.1.1. De décembre 1997 à décembre 2001

Les importants flux nets acheteurs des non-résidents en actions françaises au titre des investissements de portefeuille ont largement contribué au renforcement du poids des non-résidents dans la capitalisation boursière totale de la place de Paris. D'après les statistiques de balance des paiements, ces flux ont été multipliés par 2,7 entre 1994 et 1997. Entre 1997 et 2000, ils sont passés de 10,5 milliards d'euros à 54,3 milliards, soit 5,2 fois plus. Sur les trente-trois valeurs de notre échantillon, les flux d'achats nets ont atteint au cours de l'année 2000 le montant record de 52,5 milliards d'euros, dont plus de 90 % concerne les titres d'entreprises engagées dans de grandes opérations d'acquisitions de groupes étrangers.

En effet, en 1999 et 2000, un certain nombre de grandes fusions et acquisitions entre des entreprises du CAC 40 et des grands groupes étrangers, financées par échange de titres, ont contribué à l'augmentation du taux de détention des non-résidents : Total-Petrofina (juin 1999), Rhône Poulenc-Hoechst (décembre 1999), Cap Gemini – Ernst & Young (juin 2000), France Télécom – Orange (août 2000) et Vivendi – Seagram (décembre 2000). Ainsi, de la fin 1998 à la fin 2000, le taux de détention des non-résidents est passé de 34,9 % à 40,7 %. En effet, lorsqu'une entreprise française réalise une acquisition à l'étranger financée par échange de titres, les actionnaires non-résidents de l'entreprise acquise reçoivent en échange de leur participation des titres de l'acquéreur. Ces opérations ont donc augmenté à la fois le stock d'investissements français à l'étranger et le stock d'investissements étrangers en France.

Enfin, entre 1997 et 2000, les bonnes performances boursières ont favorisé les augmentations de capital, et l'État a ouvert le capital de plusieurs entreprises nationales (France Télécom, Thomson, Crédit Lyonnais...). À chaque fois que l'État a vendu une partie de sa participation dans une entreprise composant notre échantillon, les souscriptions des non-résidents ont mécaniquement contribué à l'augmentation du taux de détention global du capital des entreprises du CAC 40 par les non-résidents.

### 1.1.2. Un léger repli en 2002

Les non-résidents ont été vendeurs nets d'actions françaises en 2002 pour un montant global de 4,8 milliards d'euros. Cette tendance a été encore plus marquée pour les entreprises du CAC 40 de notre échantillon, qui ont fait l'objet de flux vendeurs nets s'élevant à 10,5 milliards d'euros au titre des investissements de portefeuille. Ce désengagement, notamment expliqué par le débouclage de certaines opérations d'acquisition évoquées au paragraphe précédent, explique le léger recul du poids des non-résidents dans la capitalisation des valeurs de l'indice à fin 2002. À pondération fixe de 2001, le taux de détention (moyenne pondérée des taux de détention individuels) aurait été stable.

Le placement de nouvelles participations de l'État français (Renault, Thales) et l'augmentation de capital de France Télécom permettent de s'attendre à une légère augmentation de la détention du capital des firmes du CAC 40 par l'étranger entre la fin 2002 et la fin 2003.

## 1.2. Les principales caractéristiques de la détention du capital des entreprises du CAC 40 par les non-résidents

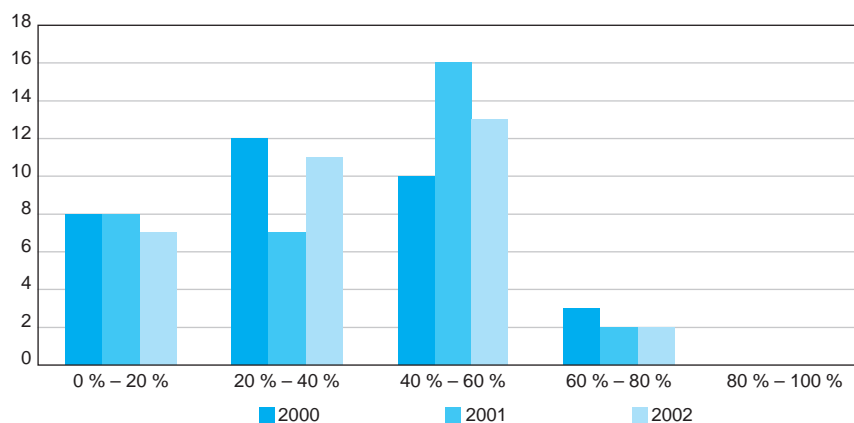
### 1.2.1. Les caractéristiques générales

Tout d'abord, les taux de détention par l'étranger sont loin d'être homogènes : en 2002, la moyenne des taux de détention des différentes valeurs composant l'échantillon est de 38,8 %, mais avec un écart-type élevé (17,4 %). Le graphique ci-dessous illustre l'évolution de la répartition de l'échantillon en fonction du taux de détention entre fin 2000 et fin 2002.

Graphique 3

#### Répartition des trente-trois titres de l'échantillon en fonction du taux de détention en fin d'année

(en nombre d'entreprises)

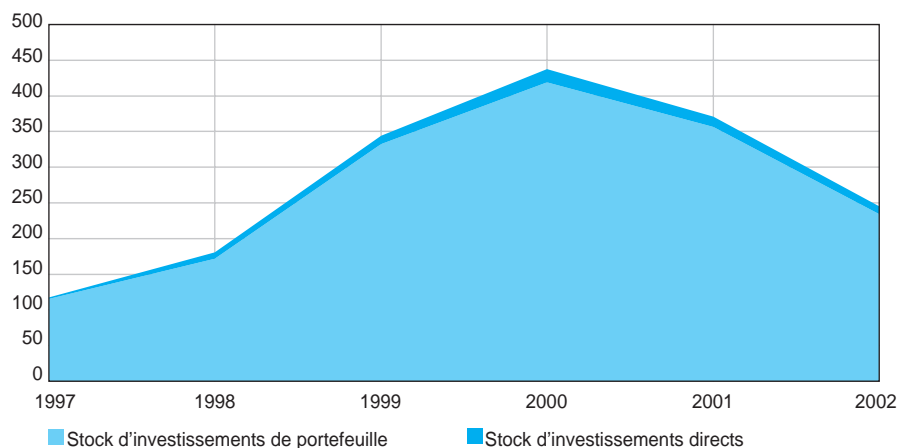


Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib – Semex

Le stock de capital détenu par l'étranger correspond pour 95,4 % à des investissements de portefeuille et pour 4,6 % à des investissements directs. Cette répartition a peu varié depuis fin 1997 (98 % et 2 %). Des participations de non-résidents ne correspondent, en effet, à des investissements directs que pour trois entreprises du CAC 40 seulement. Il est important de noter que le motif de détention diffère selon le type d'investissement : on peut, en simplifiant, considérer que la mise en œuvre d'une stratégie industrielle va plutôt de pair avec un investissement direct, alors qu'une stratégie financière d'optimisation d'un portefeuille de valeurs correspond davantage à la catégorie statistique des investissements de portefeuille. Pour autant, cela ne signifie pas que les investisseurs qui se situent dans le second cas n'ont pas d'influence sur la gestion des entreprises dont ils détiennent une part du capital.

Graphique 4  
Évolution du stock de capital détenu par les non-résidents en fin d'année

(en milliards d'euros)



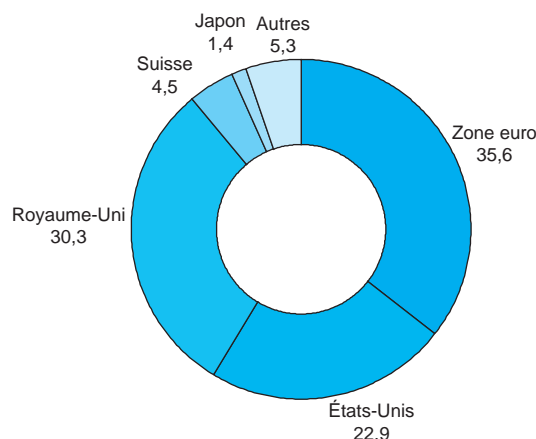
Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib – Semex

### 1.2.2. Les caractéristiques géographiques

Les données recensées par la direction de la Balance des paiements permettent d'établir une ventilation géographique des engagements en position extérieure titre par titre. Pour l'interprétation de ces résultats, il est important de préciser que les informations recueillies permettent une ventilation selon la première contrepartie connue : par exemple, l'achat de titres français par un investisseur japonais *via* un intermédiaire basé à Londres apparaîtra comme un investissement de portefeuille britannique en France.

Graphique 5  
Ventilation géographique du stock de capital des entreprises du CAC 40  
détenu par les non-résidents à fin 2002

(en %)



Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib – Semex

En appliquant la ventilation du graphique 5 à la part détenue par les non-résidents, il apparaît que, sur la base du critère de la première contrepartie connue, les résidents de la zone euro détiennent 15,1 % du capital des entreprises du CAC 40, ceux du Royaume-Uni 12,8 % et ceux des États-Unis 9,7 %.

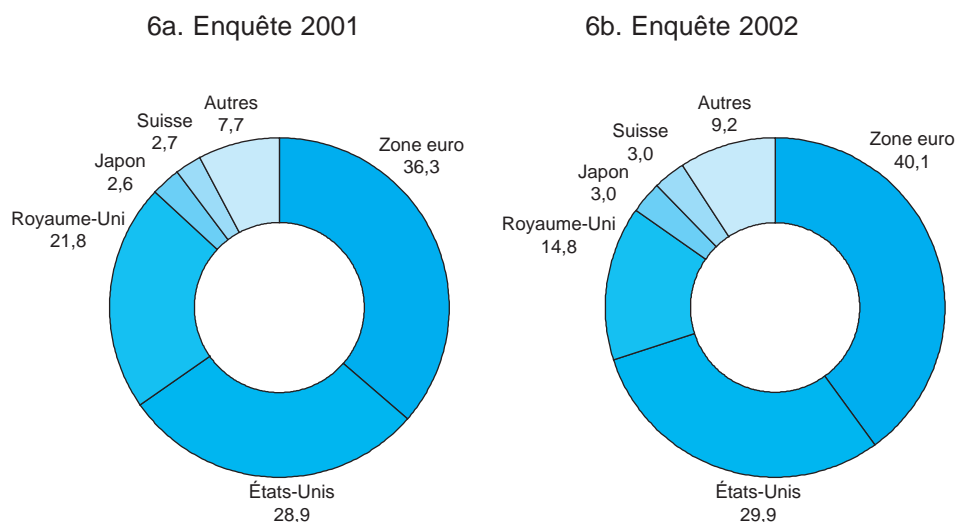
Toutefois, une estimation de la ventilation géographique des détenteurs finaux — économiquement plus significative — peut être effectuée grâce à l'enquête mondiale coordonnée par le FMI sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey*), qui existe depuis 1997 et qui recense les stocks d'investissements de portefeuille transfrontières en actions et titres de dette détenus dans le monde. Le champ des investissements couverts par l'enquête étant le même que celui des avoirs en investissements de portefeuille dans la position extérieure, les résultats permettent à chaque pays de connaître la nationalité des détenteurs de ses titres. À partir de ces résultats, il est donc possible de connaître, en particulier, la nationalité des détenteurs d'actions françaises. Néanmoins, ces chiffres correspondent à l'ensemble des actions françaises cotées et non cotées (hors investissements directs) et non pas seulement aux actions composant l'indice CAC 40.

Graphiques 6a et 6b

**Ventilation géographique du stock de capital des entreprises françaises détenu par les non-résidents**

Enquêtes CPIS 2001 et 2002

(en %)



Source : FMI (CPIS) et Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Semex

Si l'on applique cette ventilation à la part détenue par les non-résidents dans le capital des entreprises du CAC 40 que nous avons calculée (42,4 % fin 2002), il est possible d'obtenir une estimation de la nationalité des détenteurs finaux des actions du CAC 40 : avec cette méthode, les investisseurs non-résidents qui détiennent la part la plus importante du capital du CAC 40 étaient, à fin 2002, les investisseurs de la zone euro (17,0 %), suivis des investisseurs américains (12,7 %) et britanniques (6,3 %). Par rapport à la même estimation réalisée à partir des chiffres à fin 2001, la part des investisseurs de la zone euro progresse de 1,5 point, celle des investisseurs américains est pratiquement stable (+ 0,3 point), mais celle des investisseurs britanniques recule de 3 points.

Les parts de détention des résidents de la zone euro sont donc légèrement sous-évaluées dans les statistiques de la position extérieure par rapport aux résultats de l'enquête coordonnée par le FMI (1,9 point). Le poids des États-Unis est sous-estimé de 3 points, tandis que celui du Royaume-Uni est surestimé de 6,5 points dans les statistiques de première contrepartie par rapport à l'enquête du FMI, illustration du rôle de la place de Londres dans l'intermédiation des achats de titres français par des investisseurs non-résidents hors zone euro.

### 1.2.3. Les caractéristiques sectorielles

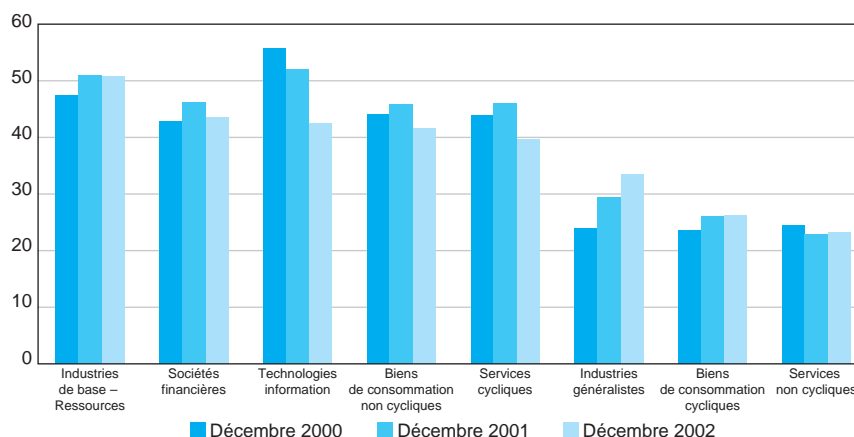
L'étude des taux de détention des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents selon le critère du secteur d'activité fait apparaître des résultats très disparates. En effet, il est intéressant de noter que le taux varie très fortement selon les secteurs, le moins investi étant celui des services non cycliques, et le plus investi celui des industries de base et ressources naturelles.

Les variations peuvent également être significatives d'une année à l'autre au sein d'un même secteur. Ainsi, entre fin 2000 et fin 2002, les non-résidents se sont-ils fortement désengagés du secteur des technologies de l'information, pour lequel le taux est revenu de 55,8 % à 44,1 %. Dans le même temps, les non-résidents ont fortement accru leur poids (passé de 24,0 % à 37,8 %), dans les industries généralistes, qui représentent des valeurs moins volatiles.

Graphique 7

#### Taux de détention par les non-résidents du capital des entreprises du CAC 40 selon leurs secteurs d'activité

(en %)



Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements



## 2. Le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées est supérieur à ceux observés dans d'autres grandes économies

Tableau 1

### Structure de la détention des actions cotées en 2000

(en %)

	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni (a)
<b>Non-résidents</b>	<b>36,5</b>	<b>19,9</b>	<b>15,3</b>	<b>29,3</b>
Ménages (détention directe)	7,7	15,6	25,2	15,3
Investissement collectif (b)	19,6	9,6	13,2	50,8
Autres sociétés financières	8,9	8,4	6,7	–
Entreprises non financières	20,8	40,1	24,9	3,5
Administrations publiques	6,5	6,4	14,7	0,1

a) Les chiffres pour le Royaume-Uni concernent l'année 1999 ; le total des catégories est égal à 99 %, 1 % étant non identifié.

b) Cette catégorie regroupe les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les compagnies d'investissement et les OPCVM

NB : il est possible d'actualiser ces chiffres à partir des comptes nationaux financiers pour la France et le Royaume-Uni. Ainsi, à fin 2002, le poids des non-résidents dans les actions cotées domestiques s'établissait à 37,8 % pour la France et à 32,5 % pour le Royaume-Uni.

Source : Share ownership structure in Europe, 2002 - Federation of European Securities Exchanges

Le tableau ci-dessus met en évidence le poids relatif des différents types d'investisseurs dans la détention du capital des entreprises cotées dans les principales économies mondiales. La part des non-résidents dans la capitalisation des entreprises cotées domestiques diffère sensiblement d'un pays à l'autre : celle-ci est en effet significativement plus élevée en France que chez ses voisins européens (Allemagne, Italie) ainsi qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis. Le maintien de nombreuses participations croisées entre entreprises en Allemagne (40,1 % du capital des entreprises cotées allemandes était détenu par d'autres entreprises résidentes en 2000) et le maintien relatif de l'État italien dans le capital d'un certain nombre d'entreprises italiennes (le secteur public détenait toujours 14,7 % du capital des entreprises cotées italiennes en 2000) sont des éléments permettant d'expliquer la limitation du poids des non-résidents dans les entreprises cotées dans ces pays.

Quels sont les éléments propres à la France pouvant expliquer l'écart observé avec les autres pays ?

### 2.1. L'attractivité des titres des entreprises françaises

Une explication possible de l'attractivité des titres français réside dans la bonne rentabilité et la faculté des grandes entreprises françaises à créer de la valeur pour leurs actionnaires. D'après une étude menée par le cabinet de conseil *The Boston Consulting Group*<sup>2</sup>, les entreprises françaises arrivent, en effet, en tête des entreprises les plus rentables sur la période 1995-1999, juste derrière les entreprises américaines.

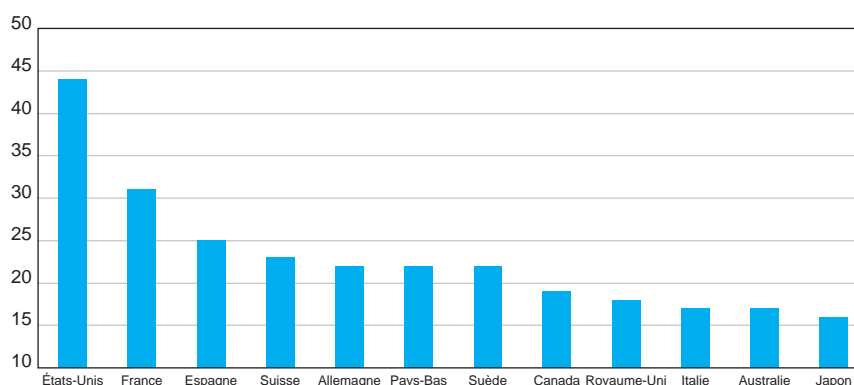
<sup>2</sup> "New perspectives on value creation: A study of the world's top performers" (2000).

Le critère retenu est celui du *Total Shareholder Return*<sup>3</sup> annuel moyen des cent plus grandes capitalisations boursières de chaque pays sur la période de référence. Sur cette base, le TSR annuel moyen ressort à 31 % pour la France, ce qui la place au deuxième rang mondial derrière les États-Unis (44 %) et très au-dessus de la moyenne européenne (21,5 %).

*Graphique 8*

**TSR annuel moyen des cent premières capitalisations boursières, par pays, sur la période 1995-1999**

(en %)



Source : *Boston Consulting Group*, Datastream

Réalisation : Banque de France, Direction de la Balance des paiements

En outre, la France place dix-sept entreprises parmi les cent meilleures performances européennes sur la période, ce qui la situe juste derrière le Royaume-Uni (29), mais devant tous les autres pays dont l'Allemagne (13), les Pays-Bas (10), la Suisse (9), l'Italie (7) et l'Espagne (6).

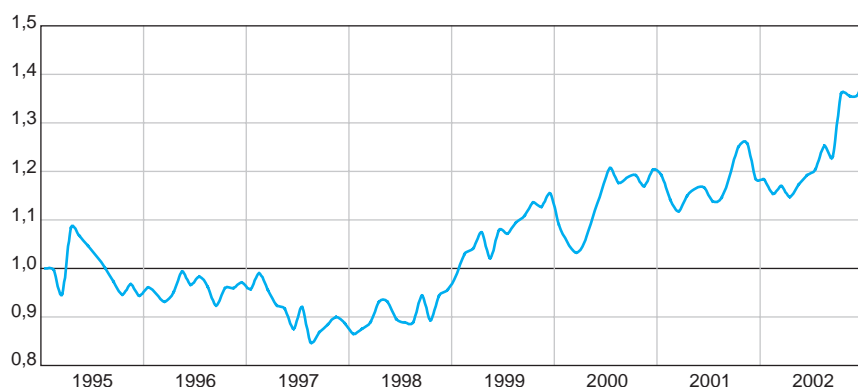
Il est néanmoins statistiquement difficile de mettre en évidence une corrélation forte entre le taux de détention par les non-résidents et le taux de rentabilité (TSR) annuel.

Une comparaison de la rentabilité globale de l'indice CAC 40 (incluant les versements de dividendes et l'avoir fiscal<sup>4</sup>) et de l'indice DAX permet, en outre, de conclure à une meilleure performance de l'indice phare de la bourse de Paris sur la période 1995-2002, élément pouvant expliquer des prises de participation en France plus importantes de la part des non-résidents investissant dans la zone Europe.

<sup>3</sup> Le *Total Shareholder Return*, ou TSR, se calcule comme le rapport de la variation du prix d'une action plus le dividende versé sur le cours en début de période.

<sup>4</sup> Les actionnaires de sociétés françaises qui perçoivent des dividendes versés par ces dernières bénéficient d'un avoir fiscal qui permet d'atténuer la double imposition sur les revenus distribués. Dans le cas d'actionnaires non-résidents, cet avoir représente en réalité des sommes effectivement perçues, versées par l'État français. Une réforme du mécanisme de l'avoir fiscal est actuellement à l'étude et pourrait entrer en vigueur début 2005.

Graphique 9  
Évolution de l'indice de rentabilité global du CAC 40  
par rapport à l'indice correspondant du DAX



Source : Datastream  
Réalisation : Banque de France, Direction de la Balance des paiements

Enfin, on trouve parmi les grands groupes français de nombreux leaders mondiaux, très internationalisés, dans des secteurs d'activités aussi divers que celui de la construction ou des biens de consommation. Entre 1997 et 2002, le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger des groupes français non financiers du CAC 40 a augmenté de 56 % à 65 % du chiffre d'affaires total de ces groupes. Dans le même temps, la part de leurs effectifs à l'étranger est passée de 50 % à 65 %<sup>5</sup>. Or, le degré d'internationalisation semble être un des critères d'investissement des investisseurs non-résidents, d'après une étude réalisée en 2002<sup>6</sup> qui a mis en évidence une corrélation positive entre le degré d'internationalisation d'une firme (mesuré par le pourcentage des ventes réalisé à l'étranger) et son taux de détention par l'étranger.

## 2.2. Le développement de la Bourse de Paris

Différents éléments peuvent expliquer le développement de la bourse de Paris depuis 1990 :

- l'introduction de nouvelles valeurs du fait des différentes vagues de privatisations ; entre 1993 et 1999, le montant des privatisations en France s'est élevé à 40 milliards d'euros (contre 20 milliards au Royaume-Uni et 15 milliards en Italie). Ces privatisations ont également permis une montée rapide des non-résidents dans le capital de grandes entreprises françaises ;

<sup>5</sup> Voir Lise Dervieux : « L'accélération de l'internationalisation des grands groupes français entre 1997 et 2002 », *Économie et Statistique*, INSEE, N° 363-364-365.

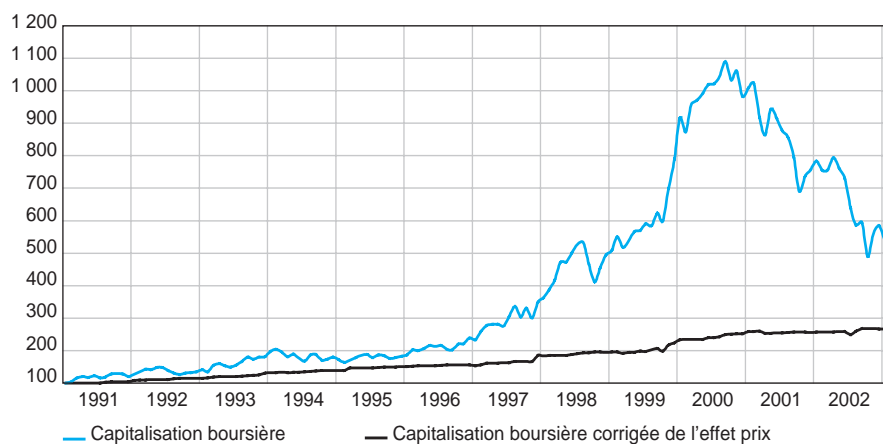
<sup>6</sup> Michel Delapierre, Bernadette Madeuf, Charles-Albert Michalet et Christian Milelli : « Participation des investisseurs institutionnels étrangers dans les grandes entreprises françaises : quels critères de sélection ? ».

- une augmentation des cours des valeurs cotées par un effet de rattrapage vis-à-vis des autres grandes places boursières mondiales, dont les non-résidents ont notamment pu chercher à bénéficier ;
- une forte augmentation du volume des transactions et donc de la liquidité des titres échangés, en particulier pour les plus grandes entreprises cotées au CAC 40 ;
- la faiblesse des coûts de transaction sur le marché des actions, qui constitue un des avantages de la Bourse de Paris. Selon la dernière étude conduite par le cabinet Elkins-McSherry, la place de Paris figure parmi les trois plus compétitives au monde avec Francfort et New-York, grâce à un coût moyen de transaction de 31,9 points de base en 2002, contre une moyenne des coûts dans les quarante-deux pays de l'échantillon de l'étude de 54,3. Sur la période 1996-2000, Paris arrive même en tête des différentes places européennes avec un coût moyen de 29,0 points de base, devant Francfort (32,1) et Amsterdam (32,6). Les coûts pris en compte additionnent le courtage, les frais divers et également l'impact de marché, défini comme l'écart entre le prix d'exécution d'un ordre et le prix moyen de la séance.

On a construit le rapport suivant : la capitalisation boursière du CAC 40 à une date  $t$  divisée par la valeur de l'indice CAC 40 à cette même date rapportée à la valeur de l'indice à fin 1990. Par construction, le rapport ainsi obtenu est indépendant des variations de cours mais ne varie qu'en fonction des opérations sur le capital et des admissions/retraits. On constate qu'entre décembre 1990 et décembre 2002 ce rapport a été multiplié par 2,7 : on met ainsi en évidence l'accroissement de l'offre de titres au cours de la période considérée. Sur la même période, l'indice CAC 40 a été multiplié par 2,0.

Graphique 10  
**Évolution du CAC 40**  
(base 100 : décembre 1990)

(en milliards d'euros)



Source : Datastream

Réalisation : Banque de France, Direction de la Balance des paiements

La capitalisation boursière du CAC 40 a été multipliée par 5,4 entre 1990 et 2002. Cette augmentation provient d'abord d'un fort accroissement de l'offre de titres, et également de la progression des cours. L'internationalisation de la détention de titres du CAC 40 provient d'une proportion des non-résidents dans les souscriptions de nouvelles actions plus élevée que le taux de détention observé avant l'expansion de l'offre de titres sur la bourse de Paris.



## Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne

*Dans les comptes financiers nationaux, les actifs sont censés être évalués au prix auquel ils seraient échangés au jour de l'établissement des comptes. Cette valeur de transaction est particulièrement difficile à cerner si les actifs en question ne sont pas régulièrement échangés sur un marché réglementé. Pour les actions cotées, qui représentent une faible proportion des titres de propriété, le prix est disponible quotidiennement. Pour la majorité des autres actions aucune information relative à leur prix de transaction n'est généralement disponible. Leur valeur doit donc être estimée et il est souvent commode de le faire par référence à celle des actions cotées. Cependant, des différences d'ordre structurel entre sociétés cotées et non cotées peuvent avoir un impact sur leur valorisation. Une prime de liquidité peut également expliquer une valeur supérieure des actions cotées par rapport aux actions non cotées, même si cette prime de liquidité reste difficile à estimer.*

*Dès lors, les méthodes de valorisation des actions non cotées sont loin d'être harmonisées entre les pays, malgré l'existence d'une réglementation commune, en particulier le règlement SEC 95 pour l'Union européenne. Il en résulte que la structure du passif des entreprises et celle des actifs financiers des ménages qui figurent dans les comptes nationaux financiers sont peu comparables au plan international. Cette question a été examinée à plusieurs reprises au niveau européen, et récemment Eurostat a mandaté un Groupe de travail sur les actions non cotées (Working Group on Unquoted Shares – WGUS), pour explorer la méthodologie de valorisation des actions non cotées et émettre un ensemble de recommandations pour l'application du SEC 95.*

*Ce dernier préconise d'estimer la valeur des actions non cotées par référence à celle des actions cotées, en tenant compte de la branche d'activité et des différences de liquidité, et propose notamment de calculer la valeur de transaction des actions non cotées à l'aide d'un multiple de la valeur comptable de leurs fonds propres. Le multiple utilisé, appelé ratio de capitalisation, est celui observé pour les actions cotées, éventuellement corrigé afin de tenir compte des différences de liquidité entre actions cotées et non cotées.*

*Le WGUS a entrepris un exercice test afin d'explorer les différentes manières d'appliquer cette méthode et de calculer le ratio de capitalisation. Ceci a nécessité de recueillir, pour chaque pays, une importante quantité de données sur les actions cotées et non cotées (capitalisation, fonds propres, secteur d'activité, inclusion dans l'indice Stoxx 600), et de rassembler les informations sur les actions cotées dans une base de données pan-européenne.*

Les principaux enseignements de ce test sont les suivants :

- Les sociétés cotées de petite taille ou celles comprises dans un indice boursier de premier plan possèdent un ratio de capitalisation particulièrement élevé et ne sont pas comparables aux sociétés non cotées. Elles devraient par conséquent être exclues du calcul des ratios de capitalisation.
- Les ratios peuvent varier fortement d'une branche à l'autre. Il apparaît donc nécessaire de calculer les ratios par branches d'activité. Toutefois, le faible nombre de sociétés cotées oblige à limiter le nombre de branches afin de conserver des échantillons suffisamment fournis.
- Les ratios calculés à partir de la base de données européenne sur les actions cotées sont plus stables que les ratios par pays. Leur emploi dans les calculs par pays soulève cependant la question de l'importance des spécificités nationales dans la valorisation des actions non cotées.

Associé à d'autres informations, comme l'étude de l'INSEE consacrée à la prime de liquidité<sup>1</sup>, l'exercice test finlandais<sup>2</sup>, les résultats du questionnaire relatif aux méthodologies actuelles de valorisation des actions non cotées et les discussions tenues pendant les réunions, l'exercice test a contribué à l'établissement par le WGUS d'une liste de recommandations destinées aux responsables des comptes financiers nationaux. Ces recommandations contribueront à l'harmonisation des comptes financiers entre les différents pays européens.

Dominique DURANT  
*Banque de France*  
Riccardo MASSARO  
*Eurostat*

---

NB : Les auteurs souhaitent remercier tous les participants au groupe de travail sur les actions non cotées (Eurostat), et en particulier Didier Gosset (Banque Nationale de Belgique), Tue Mollerup Mathiasen (*Statistics Denmark*), Matti Okko (*Statistics Finland*), Vanda Cunha (*Banco de Portugal*), Karl Magnusson (*Statistics Sweden*) et Erkki Lääkäri (Eurostat).

Cet article présente une partie des travaux réalisés dans le cadre d'un groupe de travail européen. Il n'engage pas les institutions qui y ont été représentées.

<sup>1</sup> Cf. Claude Picart (INSEE), « Valorisation des actions non cotées au moyen des transactions détectées dans LIFI », juin 2002, et Rapport du Commissariat général au Plan sur les actions non cotées, septembre 2004.

<sup>2</sup> Matti Okko, « *Valuation of unquoted shares by selected methods / A Finnish approach* », août 2002.



Dans les comptes nationaux financiers, les actifs sont en principe évalués au prix auquel ils seraient échangés au jour de l'établissement des comptes. Cette valeur de transaction est particulièrement difficile à cerner si les actifs en question ne sont pas régulièrement échangés sur un marché organisé. Dans ce cas, les comptables nationaux estiment habituellement la valeur des actifs qui n'ont pas fait l'objet de transactions par référence à celle d'actifs comparables effectivement échangés. Dans l'immobilier, par exemple, les actifs qui changent de mains chaque année sont très peu nombreux par rapport à la totalité du parc immobilier ; on les utilise néanmoins pour évaluer l'ensemble du stock à la fin de l'année.

Le cas des actions, bien que légèrement différent, peut faire appel au même type de solution. Le prix des actions échangées sur un marché réglementé (soit une faible proportion du total), est disponible quotidiennement grâce à leur cotation. Pour la majorité des autres actions, non cotées, aucune information relative à leur prix de transaction n'est généralement disponible. Il est donc envisageable d'estimer la valeur des actions non cotées par référence à celle des actions cotées. Cependant, des différences d'ordre structurel entre sociétés cotées et non cotées peuvent avoir un impact sur leur valorisation respective et rendre moins pertinente la comparaison. En particulier, une prime de liquidité peut venir augmenter la valeur des actions cotées par rapport aux actions non cotées et, en l'absence de prix observables pour les actions non cotées, cette prime de liquidité reste difficile à estimer. Par ailleurs, le ratio moyen d'un ensemble géographique peut être influencé par la structure par branche, respectivement des actions cotées et non cotées, laquelle peut en outre être différente, pour chaque région.

En raison de cette pénurie d'information, les méthodes de valorisation des actions non cotées sont loin d'être harmonisées entre les pays, malgré l'existence d'une réglementation commune, en particulier le règlement SEC 95 pour l'Union Européenne. Il en résulte que la structure du passif des entreprises et celle des actifs financiers des ménages sont peu comparables au plan international.

Cette question a été examinée à plusieurs reprises au niveau européen, et récemment par Eurostat. En mars 2002, afin d'achever le travail déjà accompli par le sous-groupe « actions et autres participations » du Groupe de travail sur les comptes financiers de l'Union monétaire <sup>2</sup> et de satisfaire les recommandations du Groupe de travail sur les sources et méthodes d'élaboration des comptes financiers mis en place par Eurostat en 2000 <sup>3</sup>, le Groupe de travail sur les comptes financiers

<sup>2</sup> Le sous-groupe des actions et autres participations a été créé par la Banque centrale européenne en 1997 pour traiter le problème de la valorisation des actions non cotées. Il a entrepris la réalisation d'un test dont l'objectif était de comparer six méthodes de valorisation d'actions non cotées dans deux secteurs et dans trois pays. La conclusion principale de son rapport final, publié en 1998, est qu'il n'existe aucune solution bien définie qui puisse être aisément mise en œuvre dans tous les pays et qui donne des résultats comparables. Le sous-groupe a toutefois trouvé plus crédibles les méthodes fondées sur la capitalisation et les fonds propres. La méthode basée sur les résultats d'exploitation était également considérée comme une solution envisageable, son adoption en Espagne ayant fourni des résultats considérés comme satisfaisants.

<sup>3</sup> Le Groupe de travail sur les sources et les méthodes d'élaboration des comptes financiers (*Working Group on Sources and Methods for Financial Accounts – WGSMA*) a émis les recommandations suivantes :

- 1) La méthode proposée au paragraphe 7.55 de la réglementation SEC 95 devrait servir de méthode de référence. Une certaine flexibilité doit cependant être offerte aux pays afin de tenir compte des différences de profondeur des marchés boursiers à travers l'Europe.
- 2) L'agrégation par branche d'activité devrait tenir compte de la représentativité des échantillons de sociétés cotées qui en résultent.
- 3) Cette méthode n'est en principe applicable qu'aux entreprises comparables à des sociétés cotées.
- 4) Lorsque la méthode en question n'est pas applicable pour les raisons énoncées ci-dessus, les fonds propres devraient être enregistrés à leur valeur nominale. Le WGSMA a recommandé de poursuivre les investigations dans ce domaine.

(*Financial Accounts Working Party – FAWP*), l'organe consultatif d'Eurostat qui réglemente les comptes financiers, a approuvé la création du Groupe de travail sur les actions non cotées (*Working Group on Unquoted Shares – WGUS*), lui confiant la mission d'explorer la méthodologie de valorisation des actions non cotées et d'émettre un ensemble de recommandations. Cette initiative a recueilli une forte participation<sup>4</sup>.

Il a été décidé que les dispositions du SEC 95 relatives aux actions non cotées serviraient de base de travail. En l'absence de prix courants observables, le système européen de comptabilité régionale et nationale de 1995 (SEC 95), c'est-à-dire la réglementation européenne sur la comptabilité nationale, demande d'estimer la valeur des actions non cotées par référence à celle des actions cotées. Plus précisément, le paragraphe 7.54 stipule que « *la valeur des actions non cotées c'est-à-dire ne faisant pas l'objet de transactions régulières sur des marchés organisés, devra être estimée par référence à celle d'actions cotées. Cette estimation devra cependant tenir compte d'une part des différences qui existent entre les deux types d'actions, notamment en matière de liquidité, et d'autre part des réserves accumulées par la société et la branche d'activité dont celle-ci relève.* » Le paragraphe 7.55 préconise d'estimer la valeur courante des actions non cotées comme étant le produit des fonds propres des sociétés non cotées et du rapport entre la capitalisation boursière et les fonds propres des sociétés cotées. Une formule explicite est ainsi proposée :

A = valeur courante des actions non cotées

B = valeur courante des actions cotées

C = fonds propres (sociétés non cotées) / fonds propres (sociétés cotées).

La valorisation recherchée est alors donnée par :

$$A = B \times C \quad (1)$$

Le groupe de travail a entrepris d'organiser un exercice test afin d'explorer les différentes manières d'appliquer cette méthode et de proposer une solution aux défauts qui lui sont le plus souvent reprochés :

- il se peut qu'un marché boursier national soit trop étroit pour compter un nombre suffisant de sociétés cotées et de transactions par branche et permettre le calcul de ratios de capitalisation statistiquement pertinents ;
- l'utilisation de ratios de capitalisation peut conduire à une surévaluation des actions non cotées en raison de différences structurelles entre actions cotées et non cotées, ainsi que de particularismes des marchés financiers.

L'exercice test comporte deux parties (voir encadré 1) : un test, mis en œuvre par les pays participants afin d'explorer plusieurs méthodes de calcul de la valeur de transaction d'actions non cotées à l'aide de données nationales ; la collecte de données individuelles sur des sociétés cotées dans plusieurs pays d'Europe et leur traitement au niveau européen afin de fournir des ratios alternatifs.

<sup>4</sup> Les participants aux réunions du WGUS étaient : Laura Bartiloro, Nikolaus Bartzsch, Steven Cappoen, Mihai Chxorche, Massimo Coletta, Stelios Corres, Teresa Crespo, Vanda Cunha, John Delaney, Dominique Durant, Dario Florey, Robert Gadsby, Didier Gosset, Magada Gregorova, Begonia Guitierrez, Anna-Maria Hatziafrati, Andreas Hertkorn, Jan Hill, Maria Kravcova, Erkki Lääkäri, Annika Laidra, Marie Lastovkova, Irene Lovino, Karl Magnusson, Riccardo Massaro, Tue Mollerup Mathiasen, Miguel Angel Menendez, Anders Nordin, Matti Okko, Ain Paas, Claude Picart, John Ramaker, Betina Sand Christensen, Teresa Sbrano, Helle Teern, Petros Valadimas, Rob Van Der Holst et Ludmila Vebrova.

Encadré 1

**Données collectées dans le cadre de l'exercice test**

Des définitions communes ont été utilisées pour l'exercice test et lors de la constitution de la base de données européenne.

Le ratio de capitalisation — appelé ici simplement le ratio — est défini comme le rapport entre la capitalisation totale et la valeur comptable des fonds propres. Numérateur et dénominateur doivent être mesurés à la même date.

La valeur comptable des fonds propres est définie comme la somme de plusieurs termes :

- capital libéré, net de l'autocontrôle ;
- primes d'émission et subventions d'investissement hors survaleurs ;
- réserves ;
- bénéfices non distribués diminués des pertes, y compris résultat de l'exercice en cours.

Les données nécessaires ont été réparties en six catégories de tailles et deux classifications de branches, comportant respectivement dix et onze secteurs d'activité NACE, les secteurs des technologies de l'information et de la communication et les sociétés holdings étant traités à part dans la classification à onze branches (voir tableaux 1, 2 et 3 de l'annexe).

**Les données calculées par les pays**

Les données recueillies ont couvert dans la mesure du possible la période 1995 à 2001. Six pays ont réalisé le test : la Belgique, le Danemark, la Finlande, la France, le Portugal et la Suède. Tous ont livré des données pour les années 1998, 1999 et 2000.

Les données suivantes ont été recueillies :

- pour les sociétés cotées et non cotées, le nombre de sociétés par segments ;
- pour les sociétés cotées et non cotées, les fonds propres agrégés des sociétés de chaque segment ;
- pour les sociétés cotées seulement, le ratio médian par segments (taille ou branche) de toutes les sociétés, puis de toutes les sociétés sauf celles du Stoxx 50, et enfin de toutes les sociétés sauf celles du Stoxx 600. Le ratio de chaque société du segment est défini comme le rapport de sa capitalisation boursière sur la valeur comptable de ses fonds propres.

À partir de ces données, on calcule, pour chaque année, la valeur de marché des actions non cotées en multipliant les fonds propres des sociétés non cotées par le ratio médian des sociétés cotées comparables (en termes de taille ou de branche d'activité), puis en additionnant les résultats de toutes les catégories.

**La base de données pan-européenne**

Ce travail a été effectué en données individuelles, pour chaque société cotée. Les données requises ont été les suivantes :

- la branche d'activité, selon deux classifications (voir tableaux 1 et 2 de l'annexe) ;
- le montant des fonds propres à leur valeur comptable ;
- la capitalisation boursière ;
- l'appartenance, ou non, aux indices Stoxx 50 et Stoxx 600.

Huit pays ont contribué à l'établissement de la base de données pan-européenne : la Belgique, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la France, les Pays-Bas, le Portugal et la Suède. Il a été procédé au traitement des données pour les années 1998 à 2000, années pour lesquelles le plus grand nombre de pays a fourni des informations. Les ratios médians par tailles et par branches ont été calculés pour :

- l'ensemble des sociétés ;
- l'ensemble des sociétés à l'exclusion de celles du Stoxx 50 ;
- l'ensemble des sociétés à l'exclusion de celles du Stoxx 600.

Avec ces informations, un second calcul de la valeur de transaction des sociétés non cotées a été effectué pour les pays participants, en multipliant les fonds propres des sociétés non cotées, segmentées par secteurs ou par tailles, par le ratio européen médian d'une part, le ratio européen moyen pondéré d'autre part, et en additionnant les résultats des différents segments.

## 1. Résultats numériques relatifs aux ratios de capitalisation calculés sur les actions cotées

Ces résultats ont été obtenus grâce au traitement de la base de données pan-européenne.

Celle-ci comprend 1967 sociétés pour l'année 2000, 1912 pour 1999 et 1586 pour 1998. Il a été procédé au calcul de ratios de capitalisation pour chaque société et de ratios médians par segments (taille et branche).

### 1.1. Caractéristiques générales des ratios de capitalisation

La distribution des ratios de capitalisation est relativement concentrée (cf. graphique 1 pour l'année 2000) : 80 % des ratios sont inférieurs à 4,1 pour l'année 2000 (7,4 en 1999 et 5,3 en 1998).

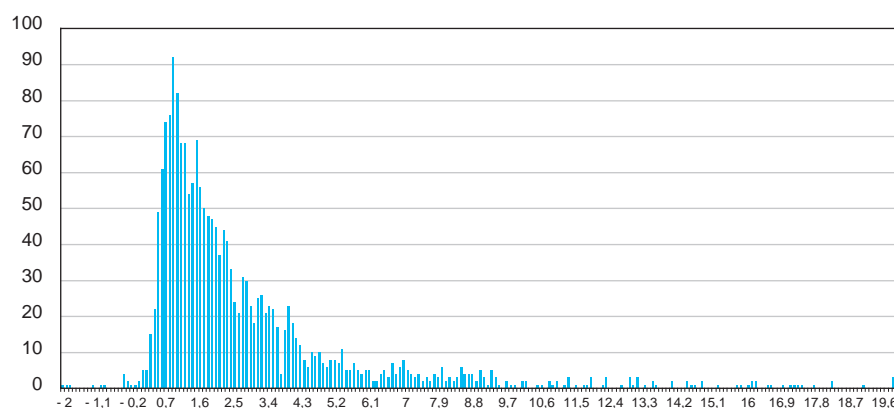
Cette distribution est très asymétrique : elle est limitée à gauche par quelques valeurs négatives<sup>5</sup> mais se prolonge à droite jusqu'à des valeurs positives très élevées. Les moyennes (pondérées et arithmétiques) sont par conséquent bien supérieures à la médiane<sup>6</sup>. De plus, les ratios les plus élevés correspondent à des petites capitalisations et des fonds propres réduits. La moyenne arithmétique est donc de loin supérieure à la moyenne pondérée.

<sup>5</sup> Des fonds propres négatifs témoignent généralement d'une situation temporaire dans laquelle l'entreprise subit des pertes supérieures à ses fonds propres. Dans certains pays, cette situation implique l'ouverture d'une procédure judiciaire : soit ses propriétaires la renflouent dans un délai court, soit elle fait faillite et disparaît.

<sup>6</sup> La moyenne arithmétique est la moyenne de tous les ratios du groupe. La moyenne pondérée est égale à la capitalisation totale du groupe divisé par les fonds propres totaux. C'est également la moyenne des ratios pondérés par les fonds propres. La moyenne pondérée est très sensible aux capitalisations les plus fortes tandis que la moyenne arithmétique attribue un poids identique aux sociétés petites et grandes. Le ratio médian divise les ratios en deux groupes de même taille dont un est formé de ratios inférieurs à la médiane et l'autre de ratios supérieurs à la médiane. Le ratio médian d'une distribution asymétrique diffère de sa moyenne arithmétique.

**Graphique 1**  
**Distribution des ratios de capitalisation des sociétés cotées**  
**(base de données européenne en 2000)**

(nombre de sociétés dans la classe par ratios de capitalisation en %)



NB : Le ratio est inférieur à -2 pour 11 sociétés ; il est supérieur à 20 pour 52 sociétés. Les principales caractéristiques de la distribution sont les suivantes :  
 mode = 0,9 ; médiane = 1,81 ; moyenne pondérée = 2,64 ; écart-type = 179,95 ; moyenne arithmétique = 9,97

Source : WGUS

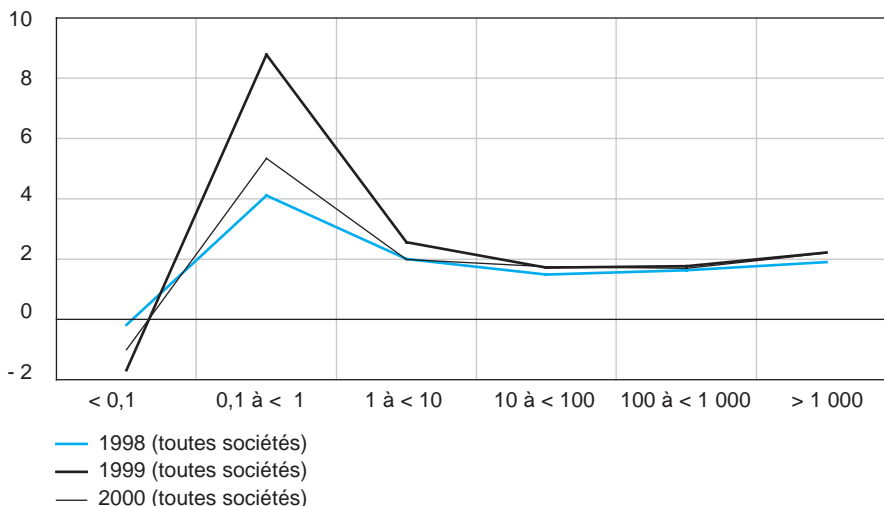
### 1.1.1. Cas des petites sociétés

Les ratios de capitalisation des petites sociétés cotées (dont les fonds propres sont compris entre 0,1 et 10 millions d'euros) sont nettement plus élevés que ceux des sociétés plus importantes (cf. graphique 2). Dans ce groupe, on observe par ailleurs que les ratios des sociétés dont les fonds propres sont compris entre 0,1 et 1 million d'euros sont plus élevés que ceux des sociétés dont les fonds propres sont compris entre 1 et 10 millions d'euros <sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Après élimination des sociétés aux fonds propres négatifs, il ne reste plus assez de sociétés cotées aux fonds propres inférieurs à 0,1 million d'euros pour obtenir un résultat statistiquement significatif (5 sociétés en 2000, 4 en 1999 et 3 en 1998).

Graphique 2  
Ratios de capitalisation par tailles (base de données européenne)

(ratios en %, par classes de montants de fonds propres)



Source : WGUS

Afin d'expliquer les spécificités des petites sociétés, il est utile de revenir à la formule classique de valorisation des actions :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+r+p)^t} = \frac{D_1}{(r+p-g)} \quad (2)$$

- où  $V_0$  = valeur de marché en date 0  
 $D_1$  = dividende attendu en date 1  
 $g$  = taux de croissance moyen attendu des dividendes  
 $r$  = taux d'intérêt sans risque  
 $p$  = prime de risque  
 avec  $(r+p) > g$

Il est possible que les petites sociétés soient de création assez récente et méritent donc de se voir attribuer une prévision d'augmentation rapide de leurs bénéfices futurs. Si l'on revient à la formule précédente, ceci signifie que  $g$ , et donc  $V_0$ , sont plus élevés pour les petites sociétés. De plus, les bénéfices passés accumulés dans les réserves, qui figurent dans la valeur comptable des fonds propres, sont relativement faibles. Il en résulte des ratios de capitalisation potentiellement très élevés.

D'un autre côté, les petites sociétés sont *a priori* plus risquées que les grandes sociétés. Les fonds propres ne sont pas toujours suffisants pour absorber les pertes ponctuelles en même temps qu'ils assurent le financement de l'activité et le remboursement des dettes. Plus les fonds propres sont importants, plus les pertes que la société est capable d'encourir sans faire faillite seront élevées. Le manque de diversification des petites sociétés constitue un autre facteur de risque. Il en résulte que  $p$  est plus élevé, et donc que  $V_0$  est plus faible, toutes choses égales par ailleurs.

Il ressort que dans le cas des petites sociétés cotées, la première spécificité évoquée est la plus significative. Certaines études sur la valorisation des sociétés non cotées<sup>8</sup> concluent qu'il en est de même pour les petites sociétés non cotées, mais dans une moindre mesure, et ce pour deux raisons :

- les petites sociétés cotées sont probablement celles possédant le taux de croissance attendu des bénéfices le plus élevé ;
- le groupe des petites sociétés comprend également celles qui ont subi des pertes sévères, car la taille n'est ici mesurée que par les fonds propres. Dans ce cas, pour une société non cotée indépendante en difficulté, la valorisation tombe à zéro en même temps que ses fonds propres. En revanche, une société cotée reconnue a été, ou sera bientôt, renflouée par sa maison mère ou fera l'objet d'un rachat dans le cadre d'un plan de sauvetage. Dans ce dernier cas, sa valeur de marché peut rester relativement élevée, alors même que ses fonds propres ont diminué sous l'effet des pertes, d'où des ratios de capitalisation très élevés qu'on ne rencontre pas chez les sociétés non cotées.

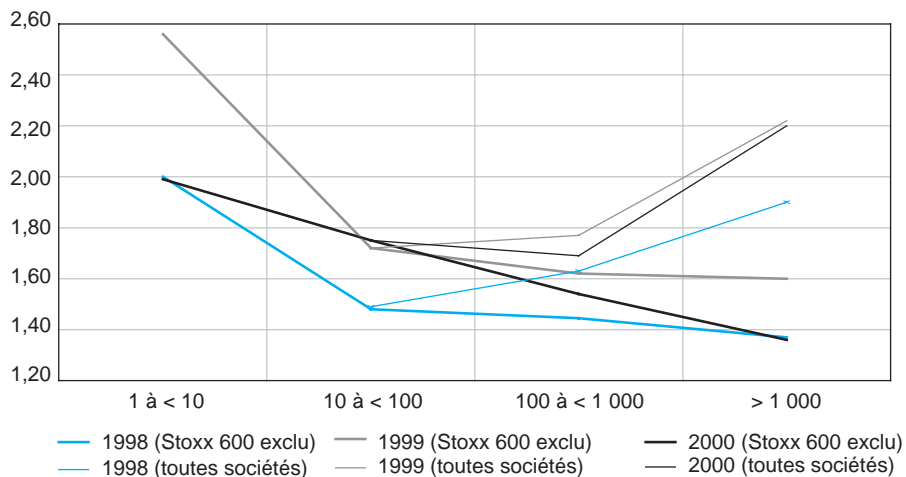
### 1.1.2. Cas des grandes sociétés appartenant à un indice boursier

Si l'on exclut de l'échantillon les sociétés du Stoxx 600, le ratio de capitalisation médian des grandes entreprises (fonds propres égaux ou supérieurs à 1 000 millions d'euros) est similaire à celui des groupes de taille immédiatement inférieure. Si ces sociétés sont maintenues dans l'échantillon, le ratio médian de la tranche « plus de 1 000 millions d'euros » est plus élevé que celui des tranches de 10 à 1 000 millions d'euros.

<sup>8</sup> Ibidem

Graphique 3  
Ratios de capitalisation par tailles (base de données européenne)

(ratios en % par classes de montants de fonds propres)



Source : WGUS

La raison en est que les sociétés membres du Stoxx 600, en général très importantes<sup>9</sup>, sont survalorisées par rapport aux autres sociétés cotées comparables (à taille, secteur et profitabilité identiques) car leurs titres font l'objet de transactions plus nombreuses et sont donc plus liquides pour les raisons suivantes :

- leur capitalisation étant plus importante, les volumes de transactions sur leurs actions le sont également ;
- elles sont échangées par des « *trackers* », des fonds d'investissement qui répliquent les indices boursiers ;
- elles servent de sous-jacent à des options ;
- elles servent de valeurs refuges.

Toutes ces remarques peuvent également s'appliquer aux indices nationaux.

### 1.1.3. Conclusions pour le calcul des ratios

Les résultats précédents suggèrent d'exclure de l'échantillon, les petites sociétés cotées (fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros) et les entreprises membres d'un indice de premier plan (Stoxx 600).

<sup>9</sup> Les fonds propres des 177 sociétés du Stoxx 600 incluses dans la base de données européenne se répartissent comme suit : entre 10 et 100 millions d'euros, 2 sociétés ; entre 100 et 1000 millions d'euros, 58 sociétés ; plus de 1000 millions d'euros, 117 sociétés.

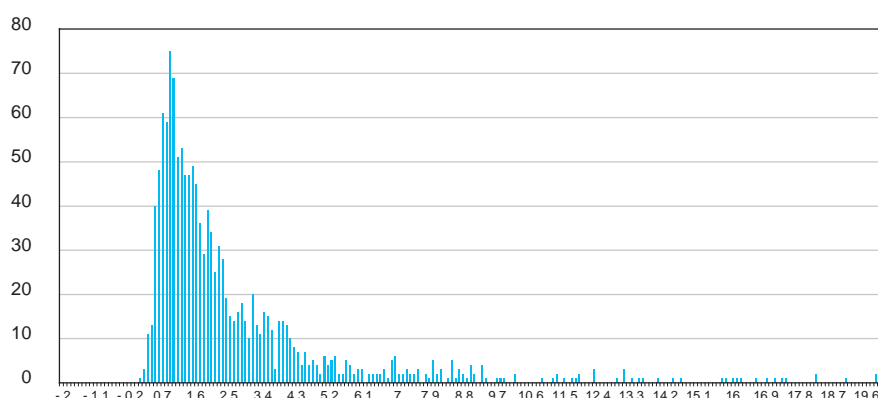


On considère en effet que les sociétés non cotées ont très peu de points communs avec ces sociétés cotées d'un genre très particulier. La distribution des ratios est nettement moins dispersée (voir graphique 3 pour l'année 2000) après exclusion de l'échantillon des sociétés d'un type particulier évoquées ci-dessus : l'écart-type est beaucoup plus faible (8,47, contre 179,95 en 2000). La médiane et les moyennes pondérée et arithmétique sont plus rapprochées. De plus, les ratios négatifs sont éliminés, ce qui est plus prudent pour calculer la valeur de marché des actions non cotées.

*Graphique 4*

**Distribution des ratios de capitalisation des sociétés cotées (base de données européenne en 2000) hors sociétés du Stoxx 600 et petites capitalisations (fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros)**

(nombre de sociétés dans la classe par ratios de capitalisation en %)



NB : 80 % des sociétés ont un ratio inférieur à 3,6 et 18 sociétés ont un ratio supérieur à 20. Les principales caractéristiques de la distribution sont les suivantes : mode = 0,9 ; médiane = 1,62 ; moyenne pondérée = 2,43 ; écart-type = 8,47 ; moyenne arithmétique = 3,23

Source : WGUS

La médiane présente l'avantage de ne pas être affectée par les valeurs extrêmes. Dès lors que la distribution est expurgée de ces dernières, il est possible de recourir au ratio moyen pondéré plutôt qu'au ratio médian. La moyenne pondérée contient plus d'informations, en particulier sur la forme de la distribution, et devrait donc être préférée à la médiane. De surcroît, la moyenne pondérée est préférable à la moyenne arithmétique pour deux raisons :

- le ratio devant être appliqué à un montant agrégé de fonds propres, la formule (1) est calculée à l'aide de grandeurs cohérentes entre elles ;
- la moyenne pondérée est plus stable que la moyenne arithmétique (comme le suggère une des conclusions de la commission MUFA – *Monetary union financial accounts*).

## 1.2. Ratios de capitalisation par secteurs

Compte tenu des résultats précédents, les ratios moyens des sociétés cotées figurant dans la base de données européenne ont été recalculés pour onze branches d'activité, après exclusion des petites sociétés et des entreprises du Stoxx 600 (voir tableau 1). Ces ratios moyens se situent dans une fourchette de 0,94 (pour les compagnies d'assurance en 1998) à 10,71 (pour les sociétés de technologies de l'information et de communication – TIC) en 1999.

Les ratios peuvent être très différents d'une branche à l'autre. Le ratio de capitalisation médian du secteur des TIC est supérieur aux ratios des autres branches dans tous les pays comme dans la base de données européenne. Pour les autres secteurs, le classement est très variable :

- il change d'un pays à l'autre et d'une année à l'autre ;
- au plan national, il dépend fortement du nombre de sociétés cotées de l'échantillon : des ratios très élevés correspondent souvent à des échantillons très réduits<sup>10</sup>. Ceci s'explique soit par l'avantage monopolistique acquis par ces quelques sociétés, soit par la taille insuffisante des échantillons. Quoi qu'il en soit, un tel ratio ne devrait pas être appliqué aux actions non cotées.

Ces résultats incitent à isoler le secteur des TIC dans les calculs et à limiter le nombre de branches en raison du nombre limité de sociétés cotées, résistant ainsi, pour des raisons d'ordre pratique, à la tentation d'un raffinement trop poussé.

**Tableau 1**  
**Ratios de capitalisation par secteurs**

	1998		1999		2000	
	Médiane	Moyenne pondérée	Médiane	Moyenne pondérée	Médiane	Moyenne pondérée
TIC	4,37	4,98	7,39	10,57	3,03	2,61
Énergie et mines	1,51	3,62	1,62	2,77	1,79	1,96
Secteur manufacturier	1,72	3,42	1,74	3,17	1,76	2,79
Construction	1,07	1,30	1,55	1,82	1,77	1,69
Commerce	2,03	2,53	2,01	2,04	1,84	2,31
Hôtellerie/transports	1,15	3,39	1,62	4,75	1,21	2,76
Intermédiation financière	1,15	1,29	1,10	1,59	1,10	1,54
Assurance	1,14	0,94	1,48	1,00	1,90	1,59
Auxiliaires financiers	1,68	1,63	2,39	2,48	2,14	3,16
Services non financiers	2,02	2,14	2,36	2,93	1,96	3,71
Holdings	1,66	2,51	1,81	2,48	1,84	2,14
<b>Total</b>	<b>1,66</b>	<b>2,48</b>	<b>1,90</b>	<b>2,96</b>	<b>1,81</b>	<b>2,43</b>

<sup>10</sup> Par exemple dans le secteur minier (4 sociétés) et la construction (4 sociétés) en France en 2000.

## 2. Comparaison de la structure des sociétés cotées et non cotées

La comparaison a été effectuée sur l'ensemble des pays qui ont fourni toutes les informations nécessaires dans le cadre de l'exercice test. L'étude de la structure par secteurs concerne les onze branches déjà décrites, y compris les TIC, de tous les pays participants.

### 2.1. Répartition par tailles

Certains résultats assez évidents méritent cependant qu'on s'y arrête :

- Les sociétés cotées sont de plus grande taille que les sociétés non cotées : parmi les sociétés cotées, seules 2 % en moyenne (de 1996 à 2000) possèdent des fonds propres inférieurs à un million d'euros, contre 97 % des sociétés non cotées.
- Les entreprises de grande taille pèsent plus quand on considère les fonds propres agrégés que lorsqu'on s'intéresse à leur nombre. De surcroît, les grandes entreprises sont mieux représentées parmi les entreprises cotées que parmi les entreprises non cotées. Il en résulte que les sociétés cotées dotées de fonds propres supérieurs à 100 millions d'euros représentent, en moyenne, 95 % des fonds propres et seulement 33 % de la population ; les ratios correspondants sont 57 % et 0,1 % pour les sociétés non cotées.

En termes de taille, il convient également de souligner que la catégorie des sociétés dotées de fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros représente 21 % des fonds propres des sociétés non cotées, ce qui est limité mais néanmoins significatif. Or les sociétés cotées de cette catégorie doivent être exclues du calcul du ratio en raison de leur caractère trop spécifique (voir 1.2). Pour 21 % des fonds propres de sociétés non cotées, il n'existe donc aucun ratio de capitalisation directement comparable.

### 2.2. Répartition par secteurs

Les répartitions par branches des sociétés cotées et non cotées diffèrent sensiblement comme en témoignent à la fois le nombre moyen de sociétés et leurs fonds propres agrégés sur la période 1996-2000.

Pour ce qui est du nombre des sociétés cotées, les secteurs d'activité les plus représentés sont le secteur manufacturier (27 %), les holdings (25 %) et, dans une moindre mesure, les services non financiers (12 %), les TIC (10 %), le commerce (9 %) et l'intermédiation financière (7 %). Pour les sociétés non cotées, ce sont les services non financiers (39 %), le commerce (23 %) et, dans une moindre mesure, le secteur de la construction (12 %), l'hôtellerie et les transports (11 %) ainsi que le secteur manufacturier (10 %).

En ce qui concerne les fonds propres, certaines activités ont des poids particulièrement élevés, tant pour les sociétés cotées que non cotées. C'est le cas des *holdings* (35 % des fonds propres des sociétés cotées et 23 % des fonds propres des sociétés non cotées), du secteur manufacturier (respectivement 22 % et 17 %) et de l'intermédiation financière (14 % dans les deux cas). À l'inverse, les services non financiers et le commerce exigent peu de fonds propres, ce qui explique que leurs fonds propres agrégés restent modestes (respectivement 15 % et 19 %), en dépit du nombre important de sociétés non cotées présentes dans ces secteurs.

Tableau 2

**Répartition sectorielle des entreprises cotées et non cotées**

*(structure en %)*

	Cotées		Non cotées	
	Nombre	Fonds propres	Nombre	Fonds propres
TIC	10	6	2	4
Énergie et mines	1	5	0	6
Secteur manufacturier	28	22	10	17
Construction	2	2	12	3
Commerce	9	3	23	9
Hôtellerie/transports	3	1	11	3
Intermédiation financière	7	14	1	14
Assurance	2	5	0	4
Auxiliaires financiers	1	1	1	2
Services non financiers	12	6	39	15
<i>Holdings</i>	25	35	1	23
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

En conclusion, la répartition des fonds propres par branche est différente pour les sociétés cotées et les sociétés non cotées, mais cette différence est moins marquée en termes de fonds propres qu'en termes de population.

### 2.3. Croisement des critères de taille et de secteur

La répartition par tailles et par secteurs des sociétés cotées figurant dans la base de données européenne complète le tableau précédent. La proportion de sociétés cotées dotées de fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros est particulièrement élevée dans le secteur des TIC (38 % en moyenne de 1998 à 2000), le commerce (31 %) et les services non financiers (29 %). À l'inverse, la proportion de sociétés dotées de fonds propres supérieurs à 100 millions d'euros est très élevée dans les secteurs de l'assurance (61 %), dans le secteur minier et énergétique (50 %) et dans la construction (47 %). Si l'on rapproche cette observation du fait que les ratios de capitalisation des petites sociétés cotées sont plus élevés, on tient peut-être l'explication partielle du niveau élevé des ratios de capitalisation du secteur des TIC et, dans une moindre mesure, des services non financiers, calculés à partir de la base de données européenne.

### 3. Valeur de transaction des actions non cotées

La valeur de transaction des actions non cotées a été calculée pour les six pays participant à l'exercice test. Conformément aux conclusions de la section 2.1, le ratio de capitalisation est calculé comme une moyenne pondérée, après exclusion des sociétés cotées dotées de fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros et de celles membres de l'indice Stoxx 600. Une décote de 25 % (voir encadré 2) a en outre été imputée aux ratios de capitalisation établis pour les actions cotées afin de tenir compte de leur prime de liquidité. Nous avons testé trois méthodes de calcul des ratios de capitalisation :

- ratio de capitalisation unique par pays ;
- ratios de capitalisation sectoriels par pays ;
- ratios de capitalisation sectoriels pan-européens.

La comparaison des méthodes ci-dessus pour la détermination du stock total d'actions non cotées conduit aux résultats suivants.

- Pour un même pays, l'écart entre les valorisations à partir d'un ratio unique ou de onze ratios par branches est très variable et peut changer de signe selon les années. Il est probable que la structure par branches des sociétés cotées et non cotées à l'échelle nationale explique cette constatation. Pour contrôler les différences et les variations de structure, il faut donc utiliser des ratios sectoriels.
- Le ratio de capitalisation tiré de la base européenne est en général plus élevé que celui tiré des ratios nationaux, sauf pour la France dont le marché boursier est plus développé. Les ratios calculés à l'échelle nationale pour les actions cotées semblent étroitement liés à la taille de leur marché boursier et donc au niveau de la prime de liquidité (voir encadré 2).
- Calculés avec onze ratios sectoriels nationaux, les résultats sont compris dans une fourchette de 0,89 à 3,51 fois la valeur comptable des fonds propres. Calculée avec les ratios sectoriels européens, la fourchette va de 1,65 à 2,53 fois les fonds propres. L'utilisation des ratios provenant de la base de données européenne diminue donc la dispersion des résultats, du fait de l'emploi d'une référence commune. Les ratios globaux demeurent cependant variables d'un pays à l'autre en raison de différences structurelles au niveau des secteurs d'activité.
- Les résultats obtenus pour plusieurs années successives dans un pays donné présentent également une dispersion moindre s'ils utilisent les ratios provenant de la base de données européenne. La différence entre les résultats extrêmes est systématiquement supérieure pour les calculs effectués à l'échelle nationale.

Encadré 2

**La prime de liquidité**

**Définition de la prime de liquidité**

*On peut définir la liquidité d'un actif financier comme la possibilité de le vendre rapidement et sans décote importante par rapport à une valeur « fondamentale ». Toutes choses étant égales par ailleurs, le prix d'un actif liquide sera donc supérieur à celui d'un actif non liquide.*

*Les actifs échangés sur un marché organisé sont plus liquides. Les obligations légales en matière d'informations financières sont également plus strictes pour les sociétés cotées. À résultats économiques identiques, il apparaît logique que la valeur de marché d'une action cotée soit plus élevée que celle d'une action non cotée, compte tenu de la liquidité organisée et de la transparence. La différence de prix entre deux actifs semblables en tous points, hormis leur liquidité, constitue la « prime de liquidité ».*

*La liquidité des actions cotées est également liée à la taille de la société, et plus précisément à son flottant. Les sociétés cotées étant généralement de taille importante, le nombre de titres échangés et la population d'acquéreurs potentiels sont d'autant plus grands. Toutes choses étant égales par ailleurs, le prix de l'action s'en trouve augmenté.*

*Ces facteurs jouent un rôle particulièrement sensible dans le cas des sociétés appartenant à un indice boursier de premier plan (par exemple le DAX, le FTSE, le CAC 40, le Dow Jones Stoxx 50 ou 600) ; qui sont généralement les plus importantes. L'information financière sur ces entreprises est plus aisément disponible que sur les autres sociétés cotées et fait l'objet de plus d'analyses. Leurs titres servent donc de valeurs refuges. Ils sont de plus achetés et vendus par les trackers, ces fonds d'investissement qui répliquent les indices, et comme actifs sous-jacents d'options. Les montants énormes qu'impliquent de telles transactions favorisent grandement la liquidité de ces actions et en augmentent le prix, toutes choses égales par ailleurs.*

*Il nous est possible de décrire ce phénomène simplement comme la prise en compte dans le cours des actions de la somme, d'une part, d'une prime de liquidité générale des sociétés cotées n'appartenant pas à un indice de premier plan par rapport aux sociétés non cotées et, d'autre part, d'une prime de liquidité supplémentaire des sociétés cotées appartenant à un indice de premier plan par rapport aux autres sociétés cotées. À moins de disposer d'informations sur le prix de transaction des actions non cotées, il est difficile d'évaluer la prime de liquidité générale.*

**Calcul de la prime de liquidité à partir de données françaises**

*Dans une étude réalisée pour le Commissariat au Plan français et en préparation de la réunion de septembre 2002 du Groupe de travail sur les actions non cotées <sup>1</sup>, Claude Picart, du département « Système statistique d'entreprises » de l'INSEE, a exposé une méthode de calcul de la prime de liquidité.*

*Les données élémentaires sont issues de LIFI, une base de données sur les liens financiers, et de SUSE, une base de données rassemblant des bilans comptables et construite, entre autres sources, à partir de déclarations fiscales.*

*Dans un premier temps, on identifie la date d'acquisition d'actions par une société-mère. Ces titres sont enregistrés à cette date dans les comptes de la société-mère à leur prix de transaction. On observe ainsi une valeur de marché pour une société non cotée. Si l'acquisition ne concerne qu'une partie du capital, l'information sur le pourcentage du capital contrôlé aide à estimer la valeur de marché de la totalité de la société acquise. Après application de tests de cohérence, l'échantillon comporte 16 000 acquisitions de 1994 à 1999.*

<sup>1</sup> Claude Picart, *ibidem*

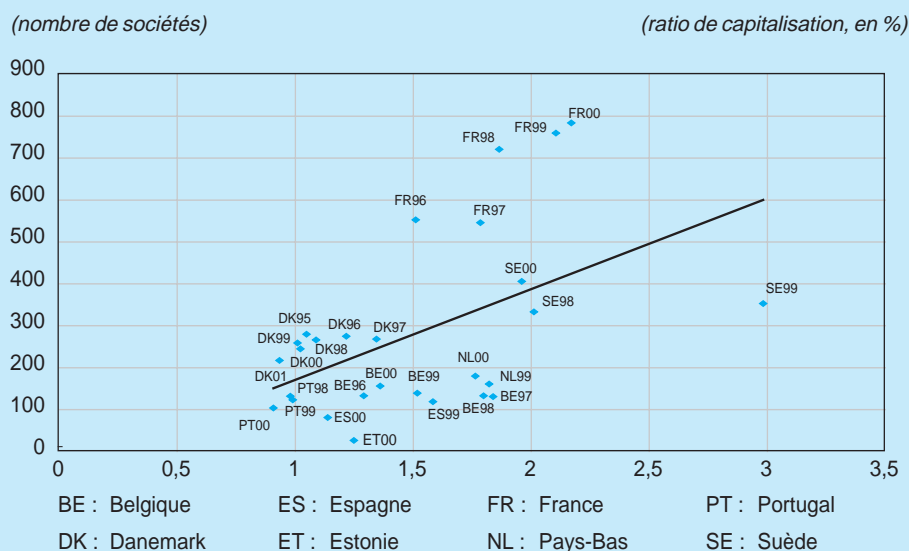
Dans un second temps, on extrait la valeur comptable des fonds propres, l'année de l'acquisition, de chaque société achetée puis on calcule son ratio de capitalisation. Après élimination des petites sociétés (fonds propres inférieurs à 10 millions de francs français) et des entreprises dont les actifs financiers représentent plus de 10 % des actifs totaux, le ratio médian s'établit à 1,26 pour les sociétés cotées et à 1 environ pour les sociétés non cotées. Après élimination des valeurs extrêmes, le ratio moyen des sociétés non cotées, pondéré par tranches de profitabilité et d'actifs, ressort à 1,56.

Dans un troisième temps, on calcule une prime de liquidité sur les PER (price earning ratios ou rapport cours sur bénéfices). Le PER est préféré au ratio de capitalisation car il est supposé renvoyer à la formule standard de valorisation des actifs financiers et fournir directement le taux d'actualisation, qui comprend lui-même la prime de liquidité. De plus, la disponibilité d'informations sur les liens financiers compense les défauts habituels du PER, à savoir la double prise en compte des bénéfices distribués dans des groupes de sociétés, en raison du recours aux bilans individuels. Grâce à la base de données LIFI, les entreprises possédant des succursales étrangères sont éliminées et on corrige les bénéfices des sociétés-mères restantes à l'aide des comptes de résultat de leurs filiales résidentes afin d'éviter la double prise en compte précédemment évoquée. Une régression multilinéaire du PER sur ce type de société produit une différence de 3,96 entre les sociétés cotées n'appartenant pas à un indice et les sociétés non cotées. En se fondant sur un PER de 16 pour les sociétés cotées n'appartenant pas à un indice, la prime de liquidité s'établirait ainsi à 25 %.

**La prime de liquidité varie-t-elle d'un pays à l'autre ?**

Le graphique ci-dessous illustre, dans les différents pays participants à la base de données européenne, le lien entre le ratio médian des actions cotées et la taille de la place boursière, et donc la liquidité du marché <sup>2</sup>. Si les différences entre les ratios de capitalisation nationaux résultent bien exclusivement de la taille des marchés boursiers, il est possible d'appliquer ces mêmes ratios de capitalisation européens aux fonds propres des sociétés non cotées dans tous les pays, ainsi que la même prime de liquidité. En effet, les écarts entre les ratios nationaux ne seraient que le résultat de phénomènes de marché ne concernant pas les sociétés non cotées.

**Ratio de capitalisation/nombre de sociétés cotées par pays**



NB : coefficient de corrélation = 0,505 (0,578 hors SE 99)  
 Source : WGUS

<sup>2</sup> La principale exception, qui concerne le marché suédois en 1999, s'explique probablement par la forte proportion, dans ce pays, de sociétés cotées du secteur des TIC (16 % contre 10 % dans la base de données européenne).

*Toutefois, la dispersion des ratios de capitalisation moyens par pays peut également être justifiée par des différences d'ordre structurel : compétences des salariés, infrastructures réelles et financières, investissements dans la recherche. Il faudrait dans ce cas privilégier soit des ratios de capitalisation, soit des ratios de capitalisation européens augmentés d'une prime de liquidité spécifiquement nationale.*

*Le choix de l'une ou l'autre de ces deux possibilités requiert des études complémentaires dans chaque pays. Nous formulons toutefois deux observations :*

- l'intégration croissante des pays européens dans le domaine commercial, financier et réglementaire devrait, avec le temps, faire converger les ratios de capitalisation des sociétés non cotées ;*
- par soucis de transparence et d'homogénéité de traitement, il est avantageux de privilégier une référence commune.*



En avril 2003, le groupe de travail WGUS a publié un rapport, approuvé ensuite par le FAWP. Tenant compte des discussions menées lors de trois réunions, d'un questionnaire rempli par onze pays portant sur leurs méthodologies actuelles et du test décrit plus haut, le WGUS a émis quatorze recommandations dont l'objectif est d'établir une référence commune pour la valorisation des actions non cotées dans les pays européens. Certaines de ces recommandations découlent directement du test effectué.

- *Utiliser un nombre limité de secteurs pour le calcul des ratios de capitalisation.* Lors de l'élaboration d'une méthodologie d'évaluation des stocks d'actions cotées, il est tentant de recourir à un nombre élevé de secteurs d'activité. Le raisonnement économique justifierait cette solution. Or bien souvent, les marchés boursiers nationaux sont insuffisamment développés pour fournir des résultats significatifs au plan statistique. De même, dans une perspective européenne, il semble plus efficace d'entretenir des ambitions mesurées dans ce domaine.
- *Traiter le secteur des TIC dans une branche distincte.* Selon la classification NACE actuelle, les technologies de l'information et de la communication ne sont pas considérées comme un domaine d'activité à part entière. La valorisation très élevée des titres de certaines sociétés technologiques justifie cependant de les traiter séparément.
- *L'utilisation des onze branches d'activité définies pour le test peut être considérée comme un moyen de mettre en oeuvre les deux recommandations précédentes.*
- *Exclure les sociétés cotées dotées de fonds propres limités.* L'examen des ratios de capitalisation des sociétés cotées dotées de fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros a conduit à la conclusion que ces entreprises avaient un historique particulier et qu'il était souhaitable de ne pas les considérer comme représentatives des autres sociétés.
- *Exclure les sociétés cotées appartenant à l'indice Stoxx 600.* L'inclusion d'une société dans la composition d'un indice boursier de premier plan a un effet tel sur sa valorisation qu'il semble impossible d'appliquer celle-ci aux autres sociétés cotées et, *a fortiori*, aux entreprises non cotées. Après examen d'autres possibilités, le Stoxx 600 apparaît comme un choix pertinent.
- *Utiliser la moyenne pondérée du rapport entre la capitalisation et les fonds propres de chaque secteur.* Suite à l'application des deux recommandations précédentes, nous obtenons pour chaque branche une distribution tronquée. La valeur du ratio peut être obtenue en prenant soit la médiane, soit la moyenne pondérée. La forte asymétrie de la distribution tronquée rend la moyenne pondérée plus apte à décrire la population. Il convient cependant de noter que les valeurs obtenues sont supérieures à la médiane.
- *Recourir à une réduction de prix pour corriger l'effet de la liquidité sur la moyenne pondérée du rapport entre la capitalisation et les fonds propres des sociétés cotées.* L'INSEE a réalisé sur le sujet une étude intéressante. Les statisticiens d'autres pays sont invités à évaluer la pertinence des conclusions

de cette étude pour leur propres économies. Ils sont également encouragés à procéder à des études semblables. L'emploi de la médiane constitue une autre possibilité pour effectuer cette correction.

- *Contribuer à la création d'une base de données européenne des entreprises cotées.* L'élaboration d'une base de données européenne des ratios de capitalisation par rapport aux fonds propres constitue une étape importante pour la résolution des difficultés statistiques rencontrées par les petites économies. Elle profitera également aux grandes économies qui pourront alors produire des données plus comparables à l'échelle européenne. Ces dernières années, les marchés financiers ont d'ailleurs adopté des indices européens pour les sociétés cotées, complétés par des sous-indices sectoriels. La participation à la constitution d'une base de données européenne de ce type n'implique pas nécessairement son utilisation dans chaque pays.
- *Employer, à l'échelle nationale, une des quatre stratégies décrites ci-dessous*

Stratégie 1	Stratégie 2	Stratégie 3	Stratégie 4
Exactement les onze secteurs de l'exercice test	Exactement les onze secteurs de l'exercice test	Exactement les onze secteurs de l'exercice test	Pas de secteurs
Emploi de la base de données européenne des sociétés cotées	Emploi de la base de données européenne des sociétés cotées	Base de données nationale des sociétés cotées	Base de données nationale des sociétés cotées
Prime de liquidité commune	Prime de liquidité nationale	Prime de liquidité nationale	Prime de liquidité nationale

Les stratégies 1 et 2 suggèrent comme étape supplémentaire d'utiliser la base de données européenne des sociétés cotées. Elles incarnent une approche commune de la valorisation des actions cotées et une forte harmonisation au niveau européen. Les stratégies 3 et 4 incarnent une approche commune de la valorisation des actions cotées au niveau européen, mais avec une plus faible harmonisation.

En résumé, le rapport du WGUS préconise une approche flexible, qui n'exclut pas d'autres méthodologies justifiées par des spécificités propres à chaque pays. Dans ce cas, il est demandé aux États membres de rédiger une note de méthodologie expliquant les raisons de leur rejet de l'approche commune européenne, accompagnée d'une comparaison des valorisations qui auraient été obtenues en adoptant celle-ci. Cette approche a été conçue dans le but de fournir aux économistes les meilleurs outils possibles de comparaison intra-européenne des comptes nationaux financiers, tout en respectant les particularismes nationaux. Le travail accompli jusqu'à présent par le WGUS et la poursuite de ses activités devrait conduire à une plus grande harmonisation des données et à une transparence accrue des méthodologies.

**Tableau 1 (secteur)**

Code interne	Code NACE	Appellation courte
1	Autres	Autres
2	C + E	Énergie et mines
3	D	Secteur manufacturier
4	F	Construction
5	G	Commerce
6	H + I	Hôtellerie, transports et communication
7	65	Intermédiation financière
8	66	Assurance
9	67	Auxiliaires financiers et d'assurance
10	K	Immobilier, services non financiers

**Tableau 2 (#secteur)**

Code interne	Code NACE	Appellation courte
1#	30, 313, 32, 332, 333, 642, 7133, 72	Activités TIC
2#	C+E	Énergie et mines
3#	D (sauf 30, 313, 32, 332, 333)	Secteur manufacturier (hors TIC)
4#	F	Construction
5#	G	Commerce
6#	H+I (sauf 642)	Hôtellerie, transports et communication (hors TIC)
7#	65	Intermédiation financière
8#	66	Assurance
9#	67	Auxiliaires financiers et d'assurance
10#	K (sauf 7133, 72,7415) + autres	Immobilier, services non financiers (hors ICT et <i>holdings</i> ), autres
11#	7415	<i>Holdings</i>

**Tableau 3 (taille des fonds propres)**

Code	Tranche
1	< 0,1 million d'euros
2	0,1 à 1 million d'euros
3	1 à 10 millions d'euros
4	10 à 100 millions d'euros
5	100 à 1 000 millions d'euros
6	1 000 millions d'euros et plus



# Résumé d'étude

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

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

Les résultats de l'enquête-titres du quatrième trimestre 2003 rendent compte d'une croissance de 4,1 % des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à fin septembre 2003. Les effets de valorisation dus essentiellement à la très bonne tenue des marchés d'actions ont représenté plus de 80 % de l'augmentation de l'encours. Les flux d'achats nets de valeurs mobilières ont atteint un montant élevé (38,7 milliards d'euros) et se sont, notamment, portés sur les titres étrangers.

Les placements en actions, dont la part atteignait 33,4 % de l'ensemble des portefeuilles à fin décembre 2003, ont fait l'objet d'acquisitions nettes de la part des non-résidents, des investisseurs institutionnels et dans une moindre mesure des sociétés non financières alors que les ménages ont procédé à des cessions nettes.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 43,8 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin décembre 2003, ont bénéficié sur l'ensemble du trimestre d'un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 23,7 milliards d'euros alors qu'ils enregistraient une contraction de leurs encours en titres français (- 3,2 milliards d'euros). Les achats nets des résidents en titres français et étrangers (+ 16,4 milliards d'euros) ont été très majoritairement le fait des investisseurs institutionnels (+ 15,8 milliards). Pour leur part, les non-résidents ont accru leurs avoirs en obligations étrangères à hauteur de 3,9 milliards d'euros, tandis qu'ils équilibraient quasiment ventes et achats en obligations françaises (+ 0,2 milliard d'euros).

Les placements en titres d'OPCVM (22,8 % 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 0,5 point, tandis que celle des autres OPCVM (actions, diversifiés, non répartis, étrangers) augmentait de 0,4 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 830 milliards d'euros, qui se sont soldés par des désinvestissements nets pour un montant de 3,7 milliards. Les OPCVM non monétaires ont drainé 10,9 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 témoigne le maintien d'une présence toujours très active des non-résidents dans les transactions sur actions françaises cotées.

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



# Bulletin officiel

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

## Sommaire

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

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

Lettre du directeur général des Opérations de la Banque de France au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, en date du 26 février 2004, introduisant la décision du Conseil de la politique monétaire n° 2004-01 et l'avis n° 2004-01 aux établissements de crédit

Décision du Conseil de la politique monétaire n° 2004-01 du 18 février 2004 relative aux instruments et procédures de politique monétaire

Avis aux établissements de crédit n° 2004-01 du 26 février 2004

Arrêté du Conseil général du 19 mars 2004 relatif à la mise en place du traitement automatisé FORMDIS pour la formation professionnelle à distance

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

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit  
– en février 2004

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement  
– en février 2004

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

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

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées

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

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

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





# Statistiques

## Sommaire

	<u>Tableau n°</u>	<u>Page</u>
<b>Environnement international</b>		
Croissance du produit intérieur brut	1	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
<b>Données de référence nationales</b>		
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
<b>Placements et financements de l'économie nationale</b>		
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
<b>Système de paiement</b>		
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					
	2001	2002	2003	2002		2003		2002		2003		2002		2003	
			T3	T4	T1	T2	T3	T4	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
France	2,1	1,2	0,2	0,3	-0,3	0,0	-0,4	0,4	0,5	1,3	1,3	0,7	-0,4	-0,2	0,6
Allemagne	0,8	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,7	-0,2	0,2
Autriche	0,8	1,3	0,9	-0,4	0,3	0,5	0,0	0,1	0,1	1,3	1,5	1,4	0,4	0,9	0,8
Belgique	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	2,8	2,0	2,4	0,6	0,4	0,5	0,7	0,6	0,7	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,7
Finlande	1,1	2,3	1,9	0,2	0,7	-0,3	0,8	0,8	0,3	2,8	3,3	2,4	1,4	2,0	1,6
Grèce	4,0	3,8	4,7	1,3	-0,3	2,9	0,5	1,8	-0,3	3,6	3,2	4,3	4,5	5,0	5,0
Irlande	6,2	6,9	1,4							7,2	7,5	0,7	2,4	-0,3	2,7
Italie	1,7	0,4	0,4	0,2	0,4	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,9	0,6	0,2	0,5	0,1
Luxembourg	1,2	1,3	1,1												
Pays-Bas	1,2	0,2	-0,7	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,4	0,5	0,1	-0,2	-1,1	-1,2	-0,4
Portugal	1,8	0,5	-1,3	-1,8	-0,7	0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-1,4	-2,2	-1,0	-0,5
<b>Zone euro</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
Danemark	1,6	1,0	0,0	0,2	-0,3	0,5	-0,5	-0,1	0,3	0,6	0,4	0,3	-0,1	-0,4	0,3
Royaume-Uni	2,1	1,6	2,2	0,8	0,4	0,3	0,6	0,8	0,9	1,9	1,9	1,9	2,2	2,2	2,7
Suède	1,2	2,0	1,7	0,2	0,2	0,5	0,4	0,6	0,7	2,2	1,7	1,7	1,3	1,6	2,1
<b>Union européenne</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
États-Unis	0,5	2,2	3,1	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	0,4	-0,3	2,7	1,0	-0,1	0,5	0,9	0,6	1,6	1,0	1,7	2,7	2,4	2,0	3,6

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 5 avril 2004  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2  
Prix à la consommation

*(variations sur douze mois en %, données brutes)*

	2003												2004	
	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars
France	2,6	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,5	2,4	2,2	2,2	1,9	
Allemagne	1,2	1,0	0,6	0,9	0,8	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,0	1,2	0,8	1,1
Autriche	1,8	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,2	1,5	
Belgique	1,7	1,4	0,9	1,5	1,4	1,6	1,7	1,4	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	
Espagne	3,7	3,2	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	2,7	2,9	2,7	3,1	2,3	2,2	
Finlande	1,9	1,3	1,1	1,2	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,2	1,3	0,8	0,4	
Grèce	3,9	3,3	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,4	3,1	2,6	
Irlande	4,9	4,6	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,3	3,3	2,9	4,0	2,3	2,2	
Italie	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	3,0	2,8	2,8	2,5	2,8	2,2	2,4	
Luxembourg	3,7	3,0	2,3	2,0	1,9	2,3	2,7	1,8	2,0	2,4	2,5	2,3	2,4	
Pays-Bas	2,8	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0	1,6	2,2	1,5	1,3	
Portugal	3,8	3,7	3,7	3,4	2,9	2,9	3,2	2,8	2,3	2,3	3,3	2,2	2,1	
<b>Zone euro</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Danemark	2,8	2,5	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	1,1	1,4	1,2	2,0	1,0	0,7	
Royaume-Uni	1,6	1,5	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	
Suède	2,9	2,3	2,0	2,0	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	1,8	2,3	1,3	0,2	
<b>Union européenne</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	
États-Unis	3,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	1,8	1,9	2,3	1,9	1,7	
Japon	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,3	- 0,2	0,0	- 0,5	- 0,4	- 0,3	- 0,3	0,0	

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 5 avril 2004  
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3  
Taux de chômage

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

	2003										2004			
	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janv.	Fév.	Mars
France	9,4	9,5	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,7	9,6	9,7	9,5	9,6	9,6	
Allemagne	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4	10,5	10,2	10,3	
Autriche	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	4,4	
Belgique	7,9	8,0	8,1	8,2	8,2	8,2	8,1	8,2	8,2	8,3	8,1	8,4	8,5	8,6
Espagne	11,4	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,2	11,2	11,2	11,2	11,3	11,2		
Finlande	9,3	9,3	8,9	9,4	9,3	8,8	8,7	8,9	8,8	9,0	9,0	8,9	8,8	
Grèce														
Irlande	4,5	4,5	4,6	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6
Italie	8,9			8,7			8,6			8,5	8,7			8,5
Luxembourg (a)	3,7	3,6	3,6	3,5	3,7	3,6	3,9	4,0	4,1	4,1	3,8	4,5	4,4	
Pays-Bas	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,3	3,9	4,0	
Portugal	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,5	6,5	6,6	6,7	6,4	6,8	6,8	
<b>Zone euro</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	
Danemark	5,8	5,8	6,0	6,2	6,0	6,0	6,3	6,4	6,5	6,6	6,1	6,5		
Royaume-Uni	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	2,9	2,9	
Suède	4,6	4,6	4,2	4,8	5,0	5,4	4,8	5,1	5,4	5,1	4,9	5,9	6,0	
<b>Union européenne</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	
États-Unis	5,8	6,0	6,1	6,3	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	6,0	5,6	5,6	5,7
Japon	5,4	5,4	5,4	5,3	5,3	5,1	5,1	5,2	5,1	4,9	5,3	5,0	5,0	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, Eurostat

Réalisé le 5 avril 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

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

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 mars 2004  
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5  
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Octobre 2003		Novembre 2003		Décembre 2003		Janvier 2004		Février 2004		Mars 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.
<b>Euro</b>												
Au jour le jour	2,070	2,020	2,090	1,964	2,290	2,040	2,070	2,006	2,050	2,029	2,070	2,002
À 1 mois	2,060	2,079	2,130	2,064	2,110	2,113	2,060	2,047	2,010	2,050	2,010	2,024
À 3 mois	2,145	2,119	2,130	2,135	2,105	2,126	2,080	2,066	2,020	2,050	1,940	2,011
À 6 mois	2,180	2,153	2,190	2,201	2,100	2,178	2,130	2,090	2,010	2,070	1,900	1,997
À 1 an	2,340	2,275	2,420	2,384	2,285	2,353	2,260	2,183	2,080	2,149	1,965	2,030
<b>Dollar</b>												
Au jour le jour	1,040	1,023	1,040	1,013	1,040	1,005	1,010	1,005	1,020	1,008	1,020	1,012
À 1 mois	1,050	1,053	1,090	1,047	1,050	1,064	1,020	1,030	1,020	1,026	1,020	1,027
À 3 mois	1,110	1,103	1,100	1,107	1,070	1,094	1,060	1,062	1,050	1,052	1,050	1,048
À 6 mois	1,160	1,137	1,200	1,167	1,150	1,170	1,150	1,128	1,110	1,117	1,100	1,098
À 1 an	1,400	1,326	1,510	1,431	1,380	1,419	1,420	1,331	1,300	1,328	1,290	1,260
<b>Livre sterling</b>												
Au jour le jour	3,410	3,360	3,625	3,535	3,745	3,785	3,630	3,626	3,720	3,970	3,875	3,951
À 1 mois	3,760	3,615	3,755	3,762	3,860	3,838	3,930	3,859	4,080	4,026	4,135	4,107
À 3 mois	3,900	3,752	3,945	3,935	3,950	3,968	4,050	4,009	4,130	4,112	4,340	4,243
À 6 mois	4,040	3,900	4,160	4,114	4,110	4,122	4,240	4,152	4,270	4,234	4,540	4,383
À 1 an	4,450	4,231	4,545	4,456	4,420	4,416	4,505	4,399	4,495	4,461	4,730	4,577
<b>Yen</b>												
Au jour le jour	- 0,020	- 0,021	- 0,020	- 0,017	- 0,015	- 0,025	- 0,065	- 0,058	- 0,025	- 0,041	- 0,035	- 0,029
À 1 mois	- 0,020	- 0,027	0,013	- 0,032	- 0,045	- 0,036	- 0,055	- 0,051	- 0,045	- 0,050	0,008	- 0,042
À 3 mois	- 0,055	- 0,019	- 0,035	- 0,045	- 0,035	- 0,036	- 0,040	- 0,034	- 0,040	- 0,039	- 0,040	- 0,039
À 6 mois	- 0,015	- 0,007	- 0,015	- 0,010	- 0,015	- 0,016	- 0,015	- 0,009	- 0,015	- 0,014	- 0,025	- 0,018
À 1 an	0,080	0,060	0,090	0,086	0,080	0,087	0,080	0,074	0,070	0,071	0,050	0,065
<b>Franc suisse</b>												
Au jour le jour	0,005	0,012	0,020	0,011	0,030	0,017	0,020	0,030	0,035	0,051	0,020	0,035
À 1 mois	0,160	0,166	0,190	0,158	0,170	0,180	0,170	0,172	0,190	0,183	0,180	0,191
À 3 mois	0,200	0,194	0,210	0,199	0,190	0,204	0,200	0,196	0,210	0,202	0,220	0,214
À 6 mois	0,270	0,239	0,280	0,268	0,300	0,289	0,260	0,259	0,250	0,241	0,250	0,249
À 1 an	0,490	0,424	0,550	0,515	0,550	0,539	0,470	0,467	0,410	0,404	0,400	0,376

Source : Banque de France

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

Tableau 6  
Tableau de bord de l'économie française

	Avril 2003	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Janvier 2004	Février	Mars
<b>Placements monétaires</b>												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	1,7	5,1	3,5	5,6	5,4	3,6	6,3	4,7	6,1	5,9		
Comptes sur livret	11,1	11,3	11,9	12,1	11,8	10,8	10,7	10,0	9,8	8,6		
Titres d'OPCVM monétaires	7,9	9,6	11,3	9,9	8,8	8,2	10,0	8,2	8,0	5,9		
<b>Endettement</b>												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	2,6	2,7	2,8	3,4	3,1	3,4	3,7	4,8	5,2	6,1		
Endettement intérieur total	6,2	6,9	6,2	6,7	6,9	7,3	6,9	6,8	6,5	6,4		
<b>Taux d'intérêt (en %)</b>												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,53	2,40	2,15	2,13	2,14	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07	2,03
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	4,22	3,89	3,69	4,01	4,16	4,23	4,28	4,41	4,34	4,20	4,14	
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	3,00	3,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	
<b>Cours de change</b>												
(moyenne mensuelle, données BCE)												
EUR/USD	1,0848	1,1582	1,1663	1,1372	1,1139	1,1222	1,1692	1,1702	1,2286	1,2613	1,2646	1,2262
EUR/JPY	130,12	135,83	138,05	134,99	132,38	128,94	128,12	127,84	132,43	134,13	134,78	133,13
EUR/GBP	0,6890	0,7132	0,7022	0,7004	0,6992	0,6969	0,6976	0,6928	0,7020	0,6921	0,6769	0,6712
<b>Indices des prix à la consommation</b>												
(base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,5	
Glissement annuel	2,0	1,8	2,0	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,8	
<b>Indices de la production industrielle</b>												
(base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	-0,1	-1,9	1,3	0,6	-0,2	0,9	0,9	-0,6	0,2	-0,5		
Glissement annuel	-1,8	-2,6	-1,2	-0,6	-1,6	0,1	2,2	0,9	1,9	0,9		
<b>Demandeurs d'emploi (cvs, en %)</b>												
Variation mensuelle	0,2	0,4	1,1	-0,2	0,5	1,0	0,2	-0,2	0,5	-1,1		
Glissement annuel	5,7	5,7	6,3	5,7	5,9	6,9	7,1	6,2	6,0	4,2		
Taux de chômage (définition BIT)	9,5	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,7	9,6	9,7	9,6	9,6	
<b>Commerce extérieur</b>												
(cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	27,04	25,85	26,45	26,37	26,44	26,88	27,53	27,32	27,02	27,42		
Exportations FAB	26,98	25,55	26,25	27,01	26,52	27,19	27,34	27,24	27,76	28,26		
Solde mensuel	-0,06	-0,30	-0,20	0,64	0,08	0,31	-0,19	-0,08	0,74	0,84		
Solde cumulé sur 12 mois	-0,10	-0,40	-0,60	0,04	0,12	0,43	0,23	0,15	0,89	0,84		
<b>Transactions courantes</b>												
(en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	-4,56	1,00	2,49	-0,09	1,65	1,80	-2,07	1,73	2,94	1,54		
Solde cumulé sur 12 mois	16,61	16,94	15,54	14,17	13,56	13,85	13,37	11,91	10,14	8,43		

(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

	1 <sup>er</sup> trim. 2001	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim. 2002	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim. 2003	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Produit intérieur brut total</b>												
(prix de 1995, cvs/cjo)												
Variation trimestrielle en %	0,6	0,0	0,4	-0,3	0,7	0,7	0,3	-0,3	0,0	-0,4	0,4	0,4
<b>Taux de salaire horaire de base des ouvriers</b>												
Variation trimestrielle en %	1,6	0,8	1,0	0,5	1,4	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	1,0	0,3

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 6 avril 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
<b>2003</b>	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	11 559,6	1 903,0	6 241,2	1 011,0	423,0	167,5	1 451,5	110,2	3 443,9	614,5
	Décembre	11 538,7	1 886,0	6 283,8	1 019,8	412,9	163,0	1 459,1	114,0	3 383,0	589,2
<b>2004</b>	Janvier (c)	11 691,2	1 969,4	6 328,2	1 047,2	428,0	174,5	1 461,4	116,4	3 743,6	631,3
	Février		1 993,9		1 056,5		175,2		117,1		645,1

(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

(c) Suite au changement des dates de période de réserves, l'assiette de référence pour la période prenant fin le 6 avril est celle de fin janvier.

**Réserves exigées, réserves constituées**

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

Période de constitution prenant fin le :		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
<b>2003</b>	23 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
<b>2004</b>	23 janvier	132,8	23,5	133,6	23,6	0,9	0,1	0,0	0,0	2,02
	9 mars	133,4	23,6	134,1	23,8	0,7	0,2	0,0	0,0	2,00
	6 avril (a)	134,6	24,4		24,5		0,1		0,0	2,00

(a) Suite au changement des dates de période de réserves, l'assiette de référence pour la période prenant fin le 6 avril est celle de fin janvier.

**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
<b>Zone euro</b>								
<b>2003</b>	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
<b>2004</b>	23 janvier	427,6	309,2	37,0	- 11,2	- 144,2	277,8	133,6
	9 mars	418,0	303,3	48,6	- 21,1	- 142,2	276,3	134,1
<b>Dont : France</b>								
<b>2003</b>	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
<b>2004</b>	23 janvier	81,8	56,4	0,2	- 39,5	13,9	9,7	23,6
	9 mars	79,9	56,2	0,1	- 35,7	11,9	11,9	23,8
	6 avril	80,5	55,5	0,1	- 32,1	7,0	17,5	24,5

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 14 avril 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 2002 (a)	Année 2003 (b)	Novembre 2003 (b)	Décembre 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	2 mois 2003 (b)	2 mois 2004 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>15 366</b>	<b>4 841</b>	<b>789</b>	<b>1 673</b>	<b>1 538</b>	<b>471</b>	<b>3 454</b>	<b>2 009</b>
<b>Biens</b>	<b>7 964</b>	<b>1 568</b>	<b>76</b>	<b>815</b>	<b>- 295</b>	<b>- 134</b>	<b>- 1 422</b>	<b>- 429</b>
Recettes	325 574	319 401	26 664	27 897	26 136	26 778	51 663	52 914
Dépenses	317 610	317 833	26 588	27 082	26 431	26 912	53 085	53 343
<i>Marchandises générales</i>	<i>7 906</i>	<i>2 124</i>	<i>81</i>	<i>1 022</i>	<i>- 428</i>	<i>- 384</i>	<i>- 1 439</i>	<i>- 812</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	7 626	891	79	1 163	- 378	- 434	- 1 500	- 812
Total des corrections	280	1 233	2	- 141	- 50	50	61	0
<b>Services</b>	<b>18 169</b>	<b>13 044</b>	<b>830</b>	<b>1 358</b>	<b>374</b>	<b>171</b>	<b>1 416</b>	<b>545</b>
Recettes	91 028	87 658	6 327	7 679	6 019	6 606	13 521	12 625
Dépenses	72 859	74 614	5 497	6 321	5 645	6 435	12 105	12 080
<i>Voyages</i>	<i>13 610</i>	<i>11 636</i>	<i>642</i>	<i>1 029</i>	<i>233</i>	<i>397</i>	<i>868</i>	<i>630</i>
dont : Recettes	34 190	32 349	2 162	2 429	1 850	1 988	3 915	3 838
Dépenses	20 580	20 713	1 520	1 400	1 617	1 591	3 047	3 208
<b>Total « Biens et services »</b>	<b>26 133</b>	<b>14 612</b>	<b>906</b>	<b>2 173</b>	<b>79</b>	<b>37</b>	<b>- 6</b>	<b>116</b>
<b>Revenus</b>	<b>4 229</b>	<b>6 920</b>	<b>1 798</b>	<b>1 709</b>	<b>- 517</b>	<b>2 654</b>	<b>1 845</b>	<b>2 137</b>
Rémunération des salariés	8 804	8 157	685	686	743	758	1 374	1 501
Revenus des investissements	- 4 575	- 1 237	1 113	1 023	- 1 260	1 896	471	636
dont : <i>Directs</i>	<i>5 266</i>	<i>11 421</i>	<i>1 236</i>	<i>1 734</i>	<i>321</i>	<i>1 189</i>	<i>790</i>	<i>1 510</i>
<i>De portefeuille</i>	<i>- 7 876</i>	<i>- 12 157</i>	<i>- 35</i>	<i>- 153</i>	<i>- 1 342</i>	<i>875</i>	<i>- 350</i>	<i>- 467</i>
<i>Autres</i>	<i>- 1 965</i>	<i>- 501</i>	<i>- 88</i>	<i>- 558</i>	<i>- 239</i>	<i>- 168</i>	<i>31</i>	<i>- 407</i>
<b>Transferts courants</b>	<b>- 14 996</b>	<b>- 16 691</b>	<b>- 1 915</b>	<b>- 2 209</b>	<b>1 976</b>	<b>- 2 220</b>	<b>1 615</b>	<b>- 244</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 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	Novembre	Décembre	Janvier	Février	2 mois	2 mois
	2002	2003	2003	2003	2004	2004	2003	2004
	(a)	(b)	(b)	(b)	(c)	(c)	(b)	(c)
<b>Compte de capital</b>	<b>- 186</b>	<b>- 7 671</b>	<b>223</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>157</b>	<b>- 256</b>	<b>170</b>
Transferts en capital	- 75	- 7 627	224	14	15	140	- 248	155
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 111	- 44	- 1	- 10	- 2	17	- 8	15

(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	Novembre	Décembre	Janvier	Février	2 mois	2 mois
	2002	2003	2003	2003	2004	2004	2003	2004
	(a)	(b)	(b)	(b)	(c)	(c)	(b)	(c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>14 723</b>	<b>6 387</b>	<b>74</b>	<b>- 338</b>	<b>- 409</b>	<b>1 397</b>	<b>1 891</b>	<b>988</b>
<b>Biens</b>	<b>7 167</b>	<b>1 151</b>	<b>296</b>	<b>498</b>	<b>771</b>	<b>- 218</b>	<b>- 82</b>	<b>553</b>
Marchandises générales	6 758	1 666	367	561	529	- 415	- 11	114
<b>Services (hors voyages)</b>	<b>4 715</b>	<b>1 437</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>219</b>	<b>- 133</b>	<b>1 384</b>	<b>86</b>
<b>Revenus</b>	<b>4 530</b>	<b>6 227</b>	<b>539</b>	<b>- 47</b>	<b>- 252</b>	<b>1 081</b>	<b>706</b>	<b>829</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 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 2002 (a)	Année 2003 (b)	Novembre 2003 (b)	Décembre 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	2 mois 2003 (b)	2 mois 2004 (c)
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS</b>	<b>- 561</b>	<b>- 9 124</b>	<b>2 489</b>	<b>913</b>	<b>829</b>	<b>- 4 032</b>	<b>- 2 462</b>	<b>- 3 203</b>
<b>Français à l'étranger</b>	<b>- 52 526</b>	<b>- 50 751</b>	<b>- 668</b>	<b>- 7 289</b>	<b>- 3 477</b>	<b>- 4 436</b>	<b>- 6 810</b>	<b>- 7 913</b>
Capital social	- 41 172	- 7 369	231	- 2 888	- 999	- 1 074	- 1 941	- 2 073
Bénéfices réinvestis	9 564	- 3 984	- 332	- 332	- 332	- 332	- 664	- 664
Autres opérations	- 20 918	- 39 398	- 567	- 4 069	- 2 146	- 3 030	- 4 205	- 5 176
<b>Étrangers en France</b>	<b>51 965</b>	<b>41 627</b>	<b>3 157</b>	<b>8 202</b>	<b>4 306</b>	<b>404</b>	<b>4 348</b>	<b>4 710</b>
Capital social	36 020	16 573	995	7 414	1 261	1 090	- 2 240	2 351
Bénéfices réinvestis	- 4 812	120	10	10	10	10	20	20
Autres opérations	20 757	24 934	2 152	778	3 035	- 696	6 568	2 339
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>- 20 166</b>	<b>- 9 256</b>	<b>- 6 947</b>	<b>- 15 197</b>	<b>- 40 184</b>	<b>6 258</b>	<b>- 14 187</b>	<b>- 33 926</b>
<b>Avoirs – Titres étrangers</b>	<b>- 92 502</b>	<b>- 130 670</b>	<b>- 15 199</b>	<b>- 11 793</b>	<b>- 43 101</b>	<b>- 7 923</b>	<b>- 39 172</b>	<b>- 51 024</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 18 191	- 26 498	- 1 825	- 4 725	- 4 216	1 640	- 2 170	- 2 576
Obligations et assimilés	- 60 036	- 78 018	- 6 658	- 8 102	- 21 832	- 5 679	- 14 636	- 27 511
Instruments du marché monétaire	- 14 275	- 26 154	- 6 716	1 034	- 17 053	- 3 884	- 22 366	- 20 937
<b>Engagements – Titres français</b>	<b>72 336</b>	<b>121 414</b>	<b>8 252</b>	<b>- 3 404</b>	<b>2 917</b>	<b>14 181</b>	<b>24 985</b>	<b>17 098</b>
Actions et titres d'OPCVM	- 4 830	14 292	1 797	- 843	- 1 456	785	351	- 671
Obligations et assimilés	76 279	102 573	6 638	821	3 737	7 617	24 556	11 354
dont : OAT	19 168	22 967	711	798	4 359	1 893	5 906	6 252
BTAN	6 830	7 288	1 249	109	- 1 995	3 369	1 578	1 374
Instruments du marché monétaire	887	4 549	- 183	- 3 382	636	5 779	78	6 415
dont : BTF	11 509	10 228	- 969	- 1 738	- 204	2 757	3 471	2 553
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	37 507	40 483	991	- 831	2 160	8 019	10 955	10 179
<b>PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>5 507</b>	<b>- 6 068</b>	<b>- 924</b>	<b>- 1 564</b>	<b>1 085</b>	<b>593</b>	<b>1 501</b>	<b>1 678</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>- 9 584</b>	<b>24 220</b>	<b>1 229</b>	<b>8 126</b>	<b>33 903</b>	<b>- 3 108</b>	<b>8 366</b>	<b>30 795</b>
<b>Avoirs</b>	<b>- 35 227</b>	<b>- 18 050</b>	<b>- 18 770</b>	<b>20 710</b>	<b>- 13 701</b>	<b>- 9 200</b>	<b>- 41 114</b>	<b>- 22 901</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 975	- 597	- 851	- 879	- 363	- 541	157	- 904
Prêts	- 34 223	- 17 420	- 17 919	21 592	- 13 338	- 8 657	- 41 271	- 21 995
Autorités monétaires	- 4 327	746	4 502	- 10 191	10 168	702	6 279	10 870
Administrations publiques	1 007	- 2 349	- 272	- 1 876	- 2 995	5 139	- 2 334	2 144
Institutions financières monétaires (d)	- 32 689	- 5 980	- 21 701	30 200	- 31 234	- 14 802	- 30 387	- 46 036
Autres secteurs (e)	1 786	- 9 837	- 448	3 459	10 723	304	- 14 829	11 027
Autres avoirs	- 29	- 33	0	- 3	0	- 2	0	- 2
<b>Engagements</b>	<b>25 643</b>	<b>42 270</b>	<b>19 999</b>	<b>- 12 584</b>	<b>47 604</b>	<b>6 092</b>	<b>49 480</b>	<b>53 696</b>
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 078	- 2 996	681	653	- 244	- 188	399	- 432
Prêts	27 721	45 266	19 318	- 13 237	47 848	6 280	49 081	54 128
Autorités monétaires	- 1 291	1 813	- 580	812	42	- 1 434	520	- 1 392
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 1 291	1 813	- 580	812	42	- 1 434	520	- 1 392
Administrations publiques	165	- 502	189	- 31	- 2 534	173	- 2 021	- 2 361
Institutions financières monétaires (d)	29 570	37 051	17 416	- 14 315	55 823	8 200	38 561	64 023
Autres secteurs (e)	- 723	6 904	2 293	297	- 5 483	- 659	12 021	- 6 142

(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 avril 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 2002 (a)	Année 2003 (b)	Novembre 2003 (b)	Décembre 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	2 mois 2003 (b)	2 mois 2004 (c)
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>4 201</b>	<b>- 2 171</b>	<b>415</b>	<b>232</b>	<b>- 3 665</b>	<b>3 953</b>	<b>87</b>	<b>288</b>
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 91	- 69	- 15	- 1	- 1	- 14	- 18	- 15
Position de réserve au FMI	- 603	- 1 087	12	451	0	12	24	12
Devises étrangères	4 895	- 1 015	418	- 218	- 3 664	3 955	81	291
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Compte financier</b>	<b>- 20 603</b>	<b>- 2 399</b>	<b>- 3 738</b>	<b>- 7 490</b>	<b>- 8 032</b>	<b>3 664</b>	<b>- 6 695</b>	<b>- 4 368</b>

NB : Depuis janvier 1999, les avoires de réserve (bruts), conformément à la définition statistique retenue par l'Eurosystème, n'incluent plus les avoires 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 avril 2004  
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau complémentaire : avoires et engagements des institutions financières monétaires

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Novembre 2003 (b)	Décembre 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	2 mois 2003 (b)	2 mois 2004 (c)
<b>Total</b>	<b>- 3 119</b>	<b>31 071</b>	<b>- 4 285</b>	<b>15 885</b>	<b>24 589</b>	<b>- 6 602</b>	<b>8 174</b>	<b>17 987</b>
<b>Avoirs</b>	<b>- 32 689</b>	<b>- 5 980</b>	<b>- 21 701</b>	<b>30 200</b>	<b>- 31 234</b>	<b>- 14 802</b>	<b>- 30 387</b>	<b>- 46 036</b>
Long terme	- 11 958	- 25 611	- 1 980	1 491	- 1 570	- 1 195	- 8 142	- 2 765
Euros	- 9 598	- 17 979	- 1 605	1 162	- 2 210	165	- 6 181	- 2 045
Devises	- 2 360	- 7 632	- 375	329	640	- 1 360	- 1 961	- 720
Court terme	- 20 731	19 631	- 19 721	28 709	- 29 664	- 13 607	- 22 245	- 43 271
Euros	- 33 626	25 970	- 10 994	27 338	- 26 053	- 3 458	- 30 856	- 29 511
Devises	12 895	- 6 339	- 8 727	1 371	- 3 611	- 10 149	8 611	- 13 760
<b>Engagements</b>	<b>29 570</b>	<b>37 051</b>	<b>17 416</b>	<b>- 14 315</b>	<b>55 823</b>	<b>8 200</b>	<b>38 561</b>	<b>64 023</b>
Long terme	23 725	38 976	3 028	7 189	- 4 033	2 386	8 413	- 1 647
Euros	14 690	13 681	1 316	1 397	- 4 715	1 046	3 684	- 3 669
Devises	9 035	25 295	1 712	5 792	682	1 340	4 729	2 022
Court terme	5 845	- 1 925	14 388	- 21 504	59 856	5 814	30 148	65 670
Euros	29 323	- 1 694	2 546	- 25 124	39 104	- 2 943	37 299	36 161
Devises	- 23 478	- 231	11 842	3 620	20 752	8 757	- 7 151	29 509

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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 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 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Février 2004
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>33,4</b>	<b>20,4</b>	<b>19,7</b>	<b>17,3</b>	<b>16,4</b>	<b>21,5</b>
<i>Crédits</i>	30,7	17,7	17,0	12,9	11,5	16,8
IFM	29,0	16,4	16,1	12,1	11,1	16,3
Administration centrale	1,4	1,0	0,6	0,5	0,2	0,2
Secteur privé	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,7	2,7	2,7	4,4	4,9	4,7
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	2,7	4,4	4,9	4,7
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>14,3</b>	<b>29,2</b>	<b>33,8</b>	<b>27,9</b>	<b>32,5</b>	<b>21,6</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>34,5</b>	<b>29,7</b>	<b>20,5</b>	<b>20,8</b>	<b>18,3</b>	<b>16,7</b>
<b>Avoirs en or</b>	<b>28,5</b>	<b>30,6</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>32,1</b>	<b>30,9</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques (a)</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>	<b>48,4</b>	<b>46,3</b>	<b>59,6</b>	<b>62,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>154,2</b>	<b>144,1</b>	<b>158,9</b>	<b>153,4</b>

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

	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Février 2004
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>30,9</b>	<b>32,8</b>	<b>36,2</b>	<b>30,5</b>	<b>28,8</b>	<b>28,0</b>
<i>IFM</i>	28,1	29,5	34,6	29,7	27,8	27,2
<i>Administration centrale</i>	2,0	2,5	0,8	0,1	0,3	0,1
<i>Autres secteurs (à vue)</i>	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<i>IFM</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres secteurs</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>1,1</b>	<b>3,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>97,0</b>	<b>92,6</b>	<b>116,6</b>	<b>111,0</b>	<b>126,3</b>	<b>122,8</b>
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,2	34,6	74,2	67,6	85,0	81,7
<i>Titres de créance émis</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Capital et réserves</i>	38,2	42,5	38,4	39,1	35,5	35,7
<i>Autres</i>	9,6	15,6	4,0	4,3	5,8	5,3
<b>TOTAL</b>	<b>128,9</b>	<b>129,1</b>	<b>154,2</b>	<b>144,1</b>	<b>158,9</b>	<b>153,4</b>

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 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 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Février 2004
<b>ACTIF</b>						
<b>Territoire national</b>	<b>2 560,6</b>	<b>2 753,7</b>	<b>2 875,2</b>	<b>2 896,6</b>	<b>3 008,7</b>	<b>3 061,3</b>
<i>Crédits</i>	2 003,3	2 127,7	2 209,0	2 209,9	2 270,5	2 299,4
IFM	837,2	906,3	951,7	949,0	951,9	966,8
APU	120,8	118,3	126,8	122,5	142,2	137,7
Secteur privé	1 045,3	1 103,2	1 130,5	1 138,4	1 176,4	1 194,9
<i>Titres autres que des actions</i>	368,9	407,0	416,4	443,2	434,5	444,3
IFM ≤ 2 ans	73,5	96,6	116,2	130,7	128,8	140,2
> 2 ans	63,3	54,2	52,1	54,8	50,2	53,6
APU	147,2	151,3	152,4	159,9	162,3	155,8
Secteur privé	84,9	104,9	95,7	97,8	93,3	94,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	22,1	35,5	58,4	61,4	63,8	73,4
<i>Actions et autres participations</i>	166,3	183,5	191,4	182,1	239,9	244,2
<b>Autres États de la zone euro</b>	<b>313,5</b>	<b>349,4</b>	<b>408,6</b>	<b>446,7</b>	<b>465,7</b>	<b>511,2</b>
<b>Reste du monde</b>	<b>467,9</b>	<b>507,0</b>	<b>513,3</b>	<b>538,7</b>	<b>500,8</b>	<b>569,9</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>394,6</b>	<b>440,2</b>	<b>364,6</b>	<b>369,9</b>	<b>364,0</b>	<b>413,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 251,8</b>	<b>4 339,2</b>	<b>4 555,7</b>

	<i>(encours fin de période en milliards d'euros)</i>					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Février 2004
<b>PASSIF</b>						
<b>Dépôts – Territoire national</b>	<b>1 754,8</b>	<b>1 838,8</b>	<b>1 920,9</b>	<b>1 936,3</b>	<b>2 047,8</b>	<b>2 074,7</b>
<i>IFM</i>	847,4	868,0	927,0	937,1	935,4	968,7
<i>Administration centrale</i>	5,6	4,4	11,7	21,9	39,1	33,8
<i>Autres secteurs</i>	901,7	966,4	982,2	977,2	1 073,3	1 072,3
Dépôts à vue	264,9	300,3	290,9	268,3	342,1	324,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,2	63,6	60,4	57,3	49,6	48,5
> 2 ans	279,8	277,5	283,3	288,0	299,5	299,6
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	274,3	294,3	319,9	330,2	351,3	356,6
Pensions	26,5	30,7	27,7	33,4	30,7	43,1
<b>Dépôts – Autres États de la zone euro</b>	<b>161,4</b>	<b>173,7</b>	<b>195,4</b>	<b>220,0</b>	<b>203,1</b>	<b>203,4</b>
<i>IFM</i>	139,0	149,4	170,8	186,6	174,9	172,5
<i>Autres secteurs</i>	22,4	24,2	24,5	33,4	28,2	30,9
<b>Dépôts – Reste du monde</b>	<b>410,5</b>	<b>450,3</b>	<b>437,3</b>	<b>448,8</b>	<b>426,9</b>	<b>494,1</b>
<b>Non ventilés par zones géographiques</b>	<b>1 410,0</b>	<b>1 587,7</b>	<b>1 608,1</b>	<b>1 646,7</b>	<b>1 661,5</b>	<b>1 783,6</b>
<i>Titres de créances émis ≤ 2 ans</i>	163,8	197,1	206,5	224,1	218,6	236,8
> 2 ans	338,3	357,0	354,9	363,9	375,6	383,9
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	213,3	258,6	303,8	327,2	327,8	357,8
<i>Capital et réserves</i>	249,3	270,5	284,1	283,6	291,9	292,2
<i>Autres</i>	445,1	504,5	458,8	447,9	447,5	512,9
<b>TOTAL</b>	<b>3 736,6</b>	<b>4 050,4</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 251,8</b>	<b>4 339,2</b>	<b>4 555,7</b>

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 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 ≤ à 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ à 3 mois	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b> Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	10,9
<b>2001</b> Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
<b>2002</b> Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
<b>2003</b> 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
<b>2004</b> Janvier	32,2	0,0	0,0	32,2	- 5,6
Février	30,8	0,0	0,0	30,8	- 11,1

(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 30 mars 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)
<b>2001</b>	Décembre	13,0	11,0	9,7	9,4	10,8	9,8
<b>2002</b>	Décembre	5,7	1,3	4,5	3,8	5,2	3,4
<b>2003</b>	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	8,8	5,4	7,2	6,7	7,6	5,8
	Août	9,8	4,9	7,4	5,8	7,2	4,5
	Septembre	8,8	3,6	6,9	4,4	6,5	2,7
	Octobre	9,6	6,3	6,9	5,5	7,0	4,2
	Novembre	8,9	5,0	6,6	4,5	6,5	3,3
	Décembre	8,0	6,4	6,3	5,8	5,9	3,7
<b>2004</b>	Janvier	9,6	6,1	6,4	4,8	5,6	3,1
	Février	9,2	5,6	5,9	4,5	5,4	4,3

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 30 mars 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)
<b>2001</b>	Décembre	5,6	5,7	6,3	6,7	7,7	7,9	6,1	6,0
<b>2002</b>	Décembre	9,5	5,1	6,5	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
<b>2003</b>	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	11,2	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	11,1	6,7	8,1	5,9	7,6	3,9	4,9	3,4
	Octobre	11,7	9,1	8,1	6,9	8,1	5,3	5,1	3,7
	Novembre	11,1	7,9	7,8	6,0	7,5	4,4	5,6	5,0
	Décembre	10,2	8,9	7,5	7,1	7,0	4,8	5,5	5,2
<b>2004</b>	Janvier	11,6	8,7	7,6	6,2	6,6	4,2	5,4	5,9
	Février	11,1	8,2	7,0	5,9	6,4	5,3	5,5	5,8

(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 30 mars 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
<b>2000</b>	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
<b>2001</b>	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
<b>2002</b>	Décembre	187,1	116,5	56,0	359,6	14,4	374,0	1,5
<b>2003</b>	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	6,1
	<b>2004</b>	Janvier	202,1	106,1	37,4	345,6	15,3	360,9
Février		199,0	108,0	33,4	340,3	15,6	356,0	5,9

(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 30 mars 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
<b>2000</b>	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
<b>2001</b>	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
<b>2002</b>	Décembre	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7
<b>2003</b>	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
	<b>2004</b>	Janvier	112,7	15,6	36,6	44,1	53,9	5,7	87,7	356,4
Février		112,3	15,6	36,6	44,1	54,1	5,7	88,2	356,6	8,0

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 2004  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17  
Dépôts à terme  
≤ à 2 ans

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

	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
						Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b> Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
<b>2001</b> Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
<b>2002</b> Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
<b>2003</b> 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
<b>2004</b> Janvier	20,3	21,5	0,3	42,2	4,6	46,8	- 19,3
Février	20,0	21,7	0,5	42,2	6,2	48,5	- 14,7

> à 2 ans

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

	Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
	PEL	PEP	Autres					Encours	Taux de Croissance annuel
<b>2000</b> Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
<b>2001</b> Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
<b>2002</b> Décembre	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3	2,1
<b>2003</b> 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
<b>2004</b> Janvier	218,0	45,8	16,4	9,6	0,1	289,8	11,1	300,9	4,5
Février	217,7	45,2	16,2	9,7	0,1	288,8	10,8	299,6	3,8

(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 30 mars 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 institutions financières monétaires (c)	Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)		Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b>	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
<b>2003</b>	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
<b>2004</b>	Janvier	995,1	113,0	197,3	18,1	1 323,6	6,8
	Février	1 002,7	114,6	197,2	18,5	1 333,0	6,7

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérant à la Fédération bancaire française.

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

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

#### Répartition par secteurs bénéficiaires

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

		Secteur privé		Administrations publiques		Total	
		Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b>	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
<b>2001</b>	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
<b>2002</b>	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
<b>2003</b>	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	3,4	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	5,2	142,3	13,8	1 319,1	6,0
<b>2004</b>	Janvier	1 188,3	6,1	135,3	13,4	1 323,6	6,8
	Février	1 195,2	5,9	137,8	14,0	1 333,0	6,7

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 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
<b>2000</b>	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	10,7
<b>2001</b>	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,3
<b>2002</b>	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0	2,8
<b>2003</b>	Février	201,9	159,3	165,1	526,3	2,5
	Mars	202,9	160,3	167,9	531,1	1,7
	Avril	204,0	158,9	168,3	531,2	1,2
	Mai	203,0	154,7	168,7	526,4	1,2
	Juin	204,5	151,6	169,8	525,9	0,1
	Juillet	205,2	149,7	169,1	524,0	- 0,7
	Août	204,6	149,0	169,2	522,8	- 0,6
	Septembre	204,7	142,6	169,4	516,8	- 1,2
	Octobre	205,2	141,8	171,4	518,4	- 1,2
	Novembre	207,0	140,5	170,8	518,3	- 1,1
	Décembre	209,0	135,9	171,8	516,6	- 1,1
<b>2004</b>	Janvier	206,5	140,1	170,7	517,3	- 1,0
	Février	206,7	137,7	170,8	515,1	- 1,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 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
<b>2000</b>	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,9
<b>2001</b>	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	6,1
<b>2002</b>	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8	7,1
<b>2003</b>	Février	354,5	106,5	84,3	545,2	7,2
	Mars	356,8	108,1	83,2	548,1	7,2
	Avril	358,9	108,7	83,3	551,0	7,0
	Mai	360,3	109,1	83,7	553,0	6,7
	Juin	363,0	110,5	83,2	556,6	6,8
	Juillet	368,9	110,5	83,1	562,5	7,1
	Août	371,8	109,2	82,7	563,7	7,0
	Septembre	375,9	110,6	83,0	569,5	7,4
	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
<b>2004</b>	Janvier	388,7	112,9	80,7	582,3	8,2
	Février	391,5	112,4	81,8	585,7	8,0

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

Source : Banque de France

Réalisé le 30 mars 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 %)*

		≤ à 1 an	> à 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b>	Décembre	56,4	180,8	237,2	21,9
<b>2001</b>	Décembre	56,2	238,7	295,0	23,7
<b>2002</b>	Décembre	42,6	252,4	295,0	0,8
<b>2003</b>	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	270,3	309,7	6,5
	Décembre	34,3	271,8	306,0	5,1
	<b>2004</b>	Janvier	38,0	268,5	306,5
Février		39,1	268,8	307,9	2,6

Source : Banque de France

Réalisé le 2 avril 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 %)*

		≤ à 1 an	> à 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
<b>2000</b>	Décembre	43,2	607,8	650,9	4,9
<b>2001</b>	Décembre	52,4	636,4	688,8	5,8
<b>2002</b>	Décembre	88,2	657,8	745,9	8,4
<b>2003</b>	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	716,7	832,1	12,6
	Novembre	113,3	720,7	834,0	13,2
	Décembre	108,7	720,9	829,6	11,4
	<b>2004</b>	Janvier	107,0	724,8	831,8
Février		107,4	730,4	837,8	9,4

Source : Banque de France

Réalisé le 2 avril 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
<b>2000</b>	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4	9,6
<b>2001</b>	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8	7,2
<b>2002</b>	Décembre	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4	5,4
<b>2003</b>	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	1 104,5	972,3	2 666,0	6,8
	Novembre	591,9	1 105,6	975,7	2 673,2	6,9
	Décembre	597,3	1 100,0	983,2	2 680,6	6,3
<b>2004</b>	Janvier	598,7	1 103,7	978,5	2 680,9	6,2
	Février	602,1	1 104,8	987,0	2 693,9	5,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 avril 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 février 2004	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2002	Décembre 2003	Janvier 2004	Février 2004
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2 693,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>
Ménages et assimilés (a)	602,1	7,0	7,7	8,1	7,9
≤ à 1 an	35,7	3,9	4,4	4,8	4,8
> à 1 an	566,3	7,2	7,9	8,4	8,1
Sociétés non financières	1104,8	2,8	1,7	1,3	0,7
≤ à 1 an	386,7	- 4,1	- 0,0	- 0,1	- 1,8
> à 1 an	718,1	6,6	2,7	2,1	2,1
Administrations publiques	987,0	7,6	11,1	11,0	9,7
≤ à 1 an	134,9	38,6	14,7	12,8	10,4
> à 1 an	852,1	3,2	10,4	10,6	9,5
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>1 289,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>
Ménages et assimilés (a)	602,1	7,0	7,7	8,1	7,9
≤ à 1 an	35,7	3,9	4,4	4,8	4,8
> à 1 an	566,3	7,2	7,9	8,4	8,1
Sociétés non financières	548,3	3,0	- 1,0	- 0,8	- 0,9
≤ à 1 an	136,7	- 7,3	0,3	- 2,2	- 3,6
> à 1 an	411,6	6,3	- 1,3	- 0,3	0,1
Administrations publiques	139,2	5,2	10,8	10,6	11,3
≤ à 1 an	17,5	39,3	- 9,3	- 15,4	- 11,7
> à 1 an	121,7	1,4	13,8	15,0	15,3
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>248,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2,1</b>
<b>Financements de marchés</b>	<b>1 145,7</b>	<b>6,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>
Sociétés non financières	307,9	0,8	5,1	2,7	2,6
≤ à 1 an	39,1	- 24,9	- 20,2	- 16,3	- 12,5
> à 1 an	268,8	7,0	9,4	6,0	5,2
Administrations publiques	837,8	8,4	11,4	11,1	9,4
≤ à 1 an	107,4	68,1	23,3	20,1	15,2
> à 1 an	730,4	3,5	9,8	9,9	8,6
<b>Financement monétaire du Trésor public</b>	<b>10,1</b>	<b>1,2</b>	<b>7,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,3</b>

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

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 avril 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 ≤ à 3 mois	Dépôts à terme ≤ à 2 ans	Dépôts à terme > à 2 ans
<b>2000</b>	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
<b>2001</b>	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
<b>2002</b>	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
<b>2003</b>	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
<b>2004</b>	Janvier	2,25	2,55	2,33	3,69
	Février	2,25	2,83	2,49	3,83

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 2 avril 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)
<b>2000</b>	Décembre	nd	nd	nd	nd
<b>2001</b>	Décembre	nd	nd	nd	nd
<b>2002</b>	Décembre	nd	nd	nd	nd
<b>2003</b>	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
<b>2004</b>	Janvier	6,06	4,71	3,57	2,76
	Février	6,25	4,60	3,39	2,25

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 2 avril 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 <sup>er</sup> janvier 2004	Taux effectif praticqué au 1 <sup>er</sup> trimestre 2004	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> avril 2004
<b>Crédits aux particuliers</b>			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	6,77	5,12	6,83
Prêts à taux variable	6,11	4,49	5,99
Prêts relais	7,04	5,30	7,07
<i>Crédits de trésorerie</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 1 524 euros	20,85	15,72	20,96
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 1 524 euros	16,52	12,43	16,57
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 1 524 euros	9,60	7,26	9,68
<b>Crédits aux commerçants, artisans, entrepreneurs individuels et personnes morales n'ayant pas d'activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale</b>			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	8,33	6,39	8,52
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,33	4,76	6,35
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	6,48	4,93	6,57
Découverts en compte (a)	10,85	8,29	11,05
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	8,67	6,37	8,49
<b>Crédits aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale</b>			
Découverts en compte (a)	10,85	8,29	11,05

NB : Informations publiées au Journal officiel du 26 mars 2004

(a) 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 janvier 2004 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 26 mars 2004  
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 €i 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale		607											607
Prix d'émission		108,68											
Émission brute		660											660
OATi 2,5 % Juillet 2013													
Valeur nominale			1 474										1 474
Prix d'émission			106,61										
Émission brute			1 571										1 571
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques													
Valeur nominale	52	46											98
Prix d'émission	99,87	100,37											
Émission brute	52	47											99
OAT 4 % Octobre 2013													
Valeur nominale	3 480	2 686											6 166
Prix d'émission	97,83	98,33											
Émission brute	3 404	2 641											6 045
OAT 4 % Avril 2014													
Valeur nominale			6 620										6 620
Prix d'émission			98,68										
Émission brute			6 533										6 533
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques													
Valeur nominale			70										70
Prix d'émission			100,70										
Émission brute			70										70
OAT 4,25 % Avril 2019													
Valeur nominale		3 938											3 938
Prix d'émission		95,98											
Émission brute		3 780											3 780
OAT €i 2,25 % Juillet 2020													
Valeur nominale	4 000	298	219										4 517
Prix d'émission	98,87	99,23	102,40										
Émission brute	3 955	296	224										4 475
OAT €i 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale			225										225
Prix d'émission			122,88										
Émission brute			276										276
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	3 063												3 063
Prix d'émission	111,94												
Émission brute	3 429												3 429
OAT €i 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale		1 008											1 008
Prix d'émission		114,31											
Émission brute		1 152											1 152
<b>TOTAL</b>													
Valeur nominale	10 595	8 583	8 608										27 786
Émissions brutes	10 841	8 576	8 675										28 092
Amortissements	0	8 381	0										8 381
Émissions nettes	10 841	195	8 675										19 711
<b>TOTAL CUMULÉ 2004</b>													
Valeur nominale	10 595	19 178	27 786										
Émissions brutes	10 841	19 417	28 092										
Amortissements	0	8 381	8 381										
Émissions nettes	10 841	11 036	19 711										
<b>TOTAL CUMULÉ 2003</b>													
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 titres, le prix d'émission correspondant au prix moyen pondéré

Source : Banque de France

Réalisé le 6 avril 2004  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28  
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en février 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 4 % Avril 2014	1	95	6 532,62	98,68	4,00	4,16	25.04.2014	09.03.2004
OATi 2,50 % Juillet 2013	2	95	1 571,43	106,61	2,50	1,73	25.07.2013	23.03.2004
OATi 3,40 % Juillet 2029	3	95	276,48	122,88	3,40	2,21	25.07.2029	23.03.2004
OAT €i 2,25 % Juillet 2020	4	95	224,26	102,40	2,25	2,08	25.07.2020	23.03.2004
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	5	95	0,77	117,67	3,00	1,16	25.07.2009	25.03.2004
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques	6	95	70,22	100,70	4,00	3,91	25.04.2014	25.03.2004
Cegid Euribor Mars 2004 Obsar	7	28	44,10	100,00	Euribor		03.03.2009	03.03.2004
Penauille Euribor Mars 2004 Obsar	8	28	160,00	100,00	Euribor		01.01.2011	10.03.2004
CRH 4,25 % Mars 2004	9	65	368,18	99,51	4,25	4,31	25.10.2014	12.03.2004
<b>TOTAL</b>			<b>9 248,06</b>					
(Pour mémoire coupon couru)			270,34					

(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

Source : Banque de France

Réalisé le 6 avril 2004  
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

**Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en février 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 2,5 % juillet 2013 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 2,5 % calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,02182 au 23 mars 2004). Remboursement le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal de l'OATi (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 3 **OATi 3,4 % juillet 2029 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3,4 % calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,07215 au 23 mars 2004). Remboursement le 25 juillet 2029 à un prix correspondant au montant nominal de l'OATi (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 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 calculé comme un pourcentage fixe du montant nominal de l'OAT€i appelé coupon réel, fixé à 2,25 %, multiplié par le coefficient d'indexation (1,00616 au 23 mars 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 **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 0,01 euro par obligation. Assimilation le 25 juillet 2004 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424).
- 6 **OAT 4 % avril 2014 destinée aux personnes physiques**. Exceptionnellement, le premier coupon, payable le 25 avril 2004 sera calculé *pro rata temporis* et s'élèvera à 0,00339 euro par obligation. Assimilation le 25 octobre 2004 à « l'OAT 4 % Avril 2014 » (ISIN FR0010061242).
- 7 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar). Intérêt** : Euribor 3 mois, diminué d'une marge de 0,20 %, payable trimestriellement les 3 juin, septembre, décembre et mars et la première fois le 3 juin 2004. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** la société pourra, à son seul gré, à chaque date de paiement d'intérêts, procéder à tout moment à compter du 3 mars 2004 jusqu'au 3 mars 2009 au remboursement anticipé, en totalité ou en partie, des obligations restant en circulation, au pair, majoré du coupon couru. Amortissement résiduel si au moins 77 % des bons de souscription d'actions remboursables ont été exercés, rachetés et annulés. **À chaque obligation est attaché un bon de souscription** remboursable en actions permettant de souscrire 1 action Cegid au prix d'exercice de 28,44 euros. Les bons de souscription pourront être exercés à tout moment, à compter du 3 mars 2004 jusqu'au 3 mars 2009. La société pourra, à son seul gré, procéder, à tout moment, à compter du 3 mars 2007 au remboursement anticipé de la totalité des bons de souscription restant en circulation au prix de 0,01 euro par bons de souscription d'actions.
- 8 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar). Intérêt** : Euribor 3 mois, augmenté d'une marge de 0,30 %, payable trimestriellement les 1<sup>er</sup> janvier, avril, juillet et octobre de chaque année et pour la première fois le 1<sup>er</sup> avril 2004. Le premier coupon sera calculé *pro rata temporis* et sera payé le 1<sup>er</sup> avril 2004. **Amortissement normal** le 1<sup>er</sup> janvier 2011 à 116,354 %, à 110,92 % si au moins 30 % et au plus 62 % des titres ont été remboursés par anticipation, à 110,92 % si au moins 62 % des titres ont été remboursés par anticipation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** : la société pourra, à son seul gré, à chaque date de paiement d'intérêts, procéder à tout moment à compter du 1<sup>er</sup> avril 2004 jusqu'au 1<sup>er</sup> octobre 2010 au remboursement anticipé, en totalité ou en partie, des obligations restant en circulation. **Amortissement anticipé au gré du détenteur (AGD)** : les porteurs de bons de souscription d'actions remboursables, pour chaque exercice, pourront demander le remboursement anticipé d'obligations. **À chaque obligation** seront attachés 26 bons de souscription remboursables en actions de catégorie A, 17 bons de souscription remboursables en actions de catégorie B et 15 bons de souscription remboursables en actions de catégorie C. Un bon de souscription de catégorie A permettra de souscrire 1 action nouvelle au prix de 16 euros. Un bon de souscription de catégorie B permettra de souscrire 1 action nouvelle au prix de 25 euros et un bon de souscription de catégorie C permettra de souscrire 1 action nouvelle au prix de 32 euros. Les bons de souscription pourront être exercés à tout moment, à compter du 10 mars 2004 jusqu'au 31 décembre 2010. La société pourra, à son seul gré, procéder, à tout moment, à compter du 10 mars 2004 pour les bons de souscription catégorie A et B et à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006 pour les bons de souscription d'actions de catégorie C au remboursement anticipé de la totalité des bons de souscription restant en circulation au prix de 0,01 euro par bon de souscription d'actions.
- 9 **Obligations foncières assimilables immédiatement** à l'emprunt « CRH 4,25 % octobre 2014 » (ISIN FR0010018275).

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)*

	2003						2004					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Février	2 mois	Année	Février	2 mois	Année	Janvier	Février	2 mois	Janvier	Février	2 mois
<b>Émissions en euros</b>	<b>28,1</b>	<b>55,3</b>	<b>266,0</b>	<b>17,1</b>	<b>26,1</b>	<b>111,8</b>	<b>25,6</b>	<b>23,3</b>	<b>48,8</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>
Administrations publiques	13,6	27,4	135,8	13,6	16,8	65,0	17,4	14,0	31,4	4,6	5,7	10,2
<i>dont État</i>	<i>13,8</i>	<i>27,4</i>	<i>120,2</i>	<i>13,6</i>	<i>16,9</i>	<i>50,1</i>	<i>17,4</i>	<i>14,0</i>	<i>31,4</i>	<i>4,6</i>	<i>5,7</i>	<i>10,3</i>
Institutions financières monétaires	8,6	15,8	76,2	2,0	4,3	24,9	5,9	6,8	12,7	1,9	0,1	2,0
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	2,8	0,0	-0,5	0,7	0,0	0,4	0,4	-0,2	0,1	-0,1
Sociétés non financières	5,9	12,1	51,2	1,6	5,6	21,1	2,3	2,0	4,3	-5,0	-0,1	-5,2
<b>Émissions en devises</b>	<b>1,6</b>	<b>6,2</b>	<b>29,7</b>	<b>0,0</b>	<b>3,5</b>	<b>10,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>
Administrations publiques	0,0	0,0	0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,4
Institutions financières monétaires	1,0	5,0	22,8	-0,6	2,9	8,3	1,9	1,9	3,9	0,5	0,4	0,8
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	0,6	1,2	6,3	0,6	0,7	2,6	1,3	0,3	1,6	0,9	0,3	1,2

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 6 avril 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

	<i>(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)</i>				
	2001 Décembre	2002 Décembre	2003 Décembre	2004 Janvier	2004 Février
<b>Titres en euros</b>	<b>1 157,3</b>	<b>1 215,1</b>	<b>1 326,2</b>	<b>1 327,3</b>	<b>1 332,8</b>
Administrations publiques	630,6	655,0	718,8	723,1	728,7
<i>dont État</i>	<i>600,4</i>	<i>627,9</i>	<i>676,9</i>	<i>681,2</i>	<i>686,8</i>
Institutions financières monétaires	300,9	316,7	342,0	343,9	344,0
Institutions financières non monétaires	29,6	31,1	31,8	31,6	31,7
Sociétés non financières	196,2	212,3	233,5	228,6	228,5
<b>Titres en devises</b>	<b>123,8</b>	<b>114,9</b>	<b>110,2</b>	<b>113,2</b>	<b>113,9</b>
Administrations publiques	4,6	2,5	2,1	1,7	1,7
Institutions financières monétaires	74,7	71,1	69,3	71,1	71,3
Institutions financières non monétaires	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Sociétés non financières	43,9	40,6	38,3	39,9	40,3

Source : Banque de France

Réalisé le 6 avril 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	
<b>2002</b>										
Février	110,6	78,3	49,7	42,5	7,0	3,8	23,2	4,2	3,0	322,3
Mars	109,8	78,1	49,6	44,4	7,6	3,8	25,0	3,8	2,9	325,0
Avril	113,6	76,2	49,8	41,8	6,4	3,8	24,8	3,4	2,8	322,6
Mai	115,5	73,8	49,0	45,2	6,0	4,8	25,4	3,1	2,7	325,5
Juin	120,3	66,9	49,0	42,3	4,1	5,7	23,0	2,9	1,3	315,5
Juillet	125,0	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	320,0
Août	126,5	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,9
Septembre	127,9	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,9
Octobre	129,3	67,5	48,3	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	322,2
Novembre	137,7	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,5
Décembre	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
<b>2003</b>										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	156,2	69,4	46,2	45,8	1,9	5,2	13,5	1,6	0,9	340,7
Mai	157,0	69,6	46,3	41,6	2,3	5,1	15,3	1,8	1,0	340,0
Juin	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
<b>2004</b>										
Janvier	173,8	62,3	48,3	25,3	0,2	5,3	14,3	0,5	0,9	330,9
Février	176,5	65,2	47,6	27,2	0,1	5,3	12,6	0,3	0,9	335,7

NB : Encours euros (euros, monnaies de la zone euro) et devises (devises des pays appartenant à l'Union européenne hors zone euro et des pays tiers) cumulés, calculés au dernier jour du mois  
 Contre-valeur des devises calculée à la même date  
 Encours calculés à partir des bases de données TCN de la direction des Opérations de marché

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

Source : Banque de France

Réalisé le 4 mars 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

	<i>(encours en milliards d'euros, parts en %)</i>				
	Décembre 2002 (p)	Mars 2003 (p)	Juin 2003 (p)	Septembre 2003 (p)	Décembre 2003 (p)
<b>Encours des non-résidents (a)</b>					
1. Actions cotées (b)					
Source : Enquête-titres	279,3	245,6	260,8	274,7	308,9
Source : Position extérieure	327,1	284,0	334,3	346,7	401,6
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	317,2	337,8	361,0	357,7	358,3
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	181,8	200,6	204,1	214,5	195,7
Source : Position extérieure	173,8	186,4	196,3	200,2	197,2
2.2. Bons du Trésor (c)					
Source : Position extérieure	143,4	151,4	164,7	157,5	161,1
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres	36,7	35,1	35,1	34,3	48,3
Source : Position extérieure	204,3	207,7	218,8	224,7	222,0
<b>Part des non-résidents (d)</b>					
1. Actions cotées					
Source : Enquête-titres	35,9	35,2	32,9	34,2	34,8
Source : Position extérieure	37,8	37,8	37,7	38,9	40,5
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	40,7	41,1	42,4	41,5	42,4
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	38,6	41,1	41,6	42,4	40,8
Source : Position extérieure	32,5	33,0	34,5	34,1	35,0
2.2. Bons du Trésor					
Source : Position extérieure	58,9	59,0	58,3	57,4	57,4
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres	11,9	11,0	12,1	11,2	15,1
Source : Position extérieure	39,3	40,2	41,6	42,7	42,0
<b>Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB</b>					
1. Actions cotées	57,4	49,0	57,7	57,9	64,0
2. Dette publique négociable	51,7	53,6	55,4	55,9	54,4
3. Autres obligations (hors État)	34,5	33,7	34,2	34,1	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<sup>e</sup> Manuel du FMI et au SEC 95).

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

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

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

- l'enquête-titres du SEVAM rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;

- la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source DESM).

Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2004

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
<b>2001</b>	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		
	<b>2002</b>	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		
<b>2003</b>	Janvier	15 992		5 315	839		745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330		613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	87	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900	415	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		
<b>2004</b>	Janvier	17 786		5 625	811		896
	Février	17 724	1 145	4 228	779		

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mars 2004  
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34  
Titres d'OPCVM  
Encours

(encours en milliards d'euros)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Janvier 2004	Février 2004
<b>Sicav</b>	<b>328,0</b>	<b>311,6</b>	<b>275,1</b>	<b>273,7</b>	<b>271,4</b>	<b>280,2</b>	<b>289,8</b>
Monétaires	121,4	131,2	139,8	146,2	131,9	136,3	144,6
Obligations	57,3	54,3	47,7	47,5	43,6	44,1	44,2
Actions	105,0	87,0	59,8	53,8	67,3	70,3	71,1
Diversifiées	43,5	38,7	27,4	25,8	28,2	29,1	29,5
Garantis	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>FCP</b>	<b>414,7</b>	<b>449,1</b>	<b>477,4</b>	<b>488,9</b>	<b>572,4</b>	<b>596,2</b>	<b>610,7</b>
Monétaires	81,3	102,5	124,6	138,4	148,8	157,4	166,5
Obligations	69,6	80,7	95,1	100,3	114,3	117,9	119,2
Actions	76,6	76,9	62,2	57,2	81,4	87,0	89,0
Diversifiés	154,1	151,8	149,2	145,8	170,1	174,8	177,3
Garantis	33,1	37,2	46,3	47,2	57,8	59,1	58,8
<b>OPCVM</b>	<b>742,7</b>	<b>760,7</b>	<b>752,5</b>	<b>762,6</b>	<b>843,8</b>	<b>876,4</b>	<b>900,5</b>
Monétaires	202,7	233,7	264,4	284,6	280,7	293,7	311,1
Obligations	126,9	135,0	142,8	147,8	157,9	162,0	163,3
Actions	181,6	163,9	122,0	111,0	148,7	157,3	160,1
Diversifiés	197,6	190,5	176,6	171,6	198,3	203,9	206,8
Garantis	33,9	37,6	46,7	47,6	58,2	59,5	59,1

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 29 mars 2004  
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

## Rendement annuel des titres d'OPCVM

(en %)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Février 2003	Décembre 2003	Janvier 2004	Février 2004
OPCVM monétaires	3,9	4,3	3,2	3,1	2,3	2,2	2,1
OPCVM obligataires	4,9	4,9	7,2	8,8	4,1	3,7	3,7
OPCVM actions	- 3,4	- 19,2	- 31,7	- 35,8	14,8	26,1	33,7
OPCVM diversifiés	- 0,3	- 6,6	- 14,1	- 15,9	7,8	11,9	14,2
OPCVM garantis	4,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV  
nd : non disponible

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 29 mars 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	2003		2004		Part
					Décembre	Janvier	Février		
<b>Target</b>	<b>1 033</b>	<b>1 299</b>	<b>1 552</b>	<b>1 650</b>	<b>1 633</b>	<b>1 704</b>	<b>1 663</b>	<b>87,2</b>	
Transfrontière	432	506	485	537	556	571	541	28,4	
Domestique	601	793	1 066	1 114	1 077	1 133	1 122	58,8	
<b>Systèmes nets</b>	<b>445</b>	<b>456</b>	<b>269</b>	<b>252</b>	<b>246</b>	<b>252</b>	<b>244</b>	<b>12,8</b>	
PNS	86	88	78	71	69	65	65	3,4	
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—	
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,1	
POPS	nd	nd	2	2	2	2	2	0,1	
Euro 1 (ABE)	195	205	188	175	174	184	176	9,2	
<b>Total</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>1 899</b>	<b>1 879</b>	<b>1 956</b>	<b>1 907</b>	<b>100</b>	

## Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2003		2004		Part
					Décembre	Janvier	Février		
<b>Target</b>	<b>188 157</b>	<b>211 282</b>	<b>253 016</b>	<b>262 263</b>	<b>287 701</b>	<b>259 036</b>	<b>266 970</b>	<b>58,7</b>	
Transfrontière	39 878	45 273	53 858	59 825	64 476	62 571	65 498	14,4	
Domestique	148 279	166 009	199 158	201 503	223 225	196 465	201 472	44,3	
<b>Systèmes nets</b>	<b>173 704</b>	<b>200 604</b>	<b>174 147</b>	<b>191 419</b>	<b>199 366</b>	<b>180 246</b>	<b>187 814</b>	<b>41,3</b>	
PNS	21 759	31 512	29 686	28 764	30 426	27 817	27 683	6,1	
EAF	51 041	50 991	—	—	—	—	—	—	
SEPI	3 837	5 375	6 965	6 991	6 705	5 620	5 823	1,3	
POPS	nd	nd	2 592	2 401	2 251	2 031	2 084	0,5	
Euro 1 (ABE)	97 067	112 727	134 905	152 350	159 984	144 778	152 224	33,5	
<b>Total</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>453 682</b>	<b>487 067</b>	<b>439 282</b>	<b>454 784</b>	<b>100</b>	

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

nd : non disponible

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasirrot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 7 avril 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	2003		2004		Part
					Décembre	Janvier	Février		
<b>Target</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>356</b>	<b>378</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>389</b>	<b>86</b>	
Transfrontière (en émission)	60	75	69	75	79	79	72	16	
(Transfrontière en réception)	(62)	(75)	(69)	(76)	(79)	(79)	(72)	(16)	
Domestique (TBF)	207	270	287	302	291	329	317	70	
<b>PNS</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>78</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>14</b>	
<b>Total</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>449</b>	<b>439</b>	<b>473</b>	<b>454</b>	<b>100</b>	

## Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2003		2004		Part
					Décembre	Janvier	Février		
<b>Target</b>	<b>11 903</b>	<b>14 966</b>	<b>14 958</b>	<b>15 155</b>	<b>16 600</b>	<b>15 042</b>	<b>16 335</b>	<b>37</b>	
Transfrontière (en émission)	4 515	5 309	6 471	6 802	7 348	7 152	7 298	17	
(Transfrontière en réception)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 707)	(7 366)	(7 630)	(17)	
Domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	9 252	7 890	9 037	21	
<b>PNS</b>	<b>21 629</b>	<b>31 512</b>	<b>29 686</b>	<b>28 764</b>	<b>30 426</b>	<b>27 817</b>	<b>27 683</b>	<b>63</b>	
<b>Total</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>43 918</b>	<b>47 026</b>	<b>42 859</b>	<b>44 018</b>	<b>100</b>	

## Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

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

	2000	2001	2002	2003	2003		2004		Part
					Décembre	Janvier	Février		
Titres français négociables	10,6	12,0	10,7	10,8	12,5	10,6	10,7	40,7	
Créances privées (PGI-TRICP)	13,3	10,9	8,4	7,0	5,0	5,8	5,4	20,5	
Titres mobilisés par le CCBM	3,3	2,2	2,2	4,2	5,1	5,9	6,5	24,7	
Titres mobilisés par les liens	2,2	1,9	3,5	3,3	1,4	4,2	3,7	14,1	
<b>Total</b>	<b>31,9</b>	<b>27,3</b>	<b>24,8</b>	<b>25,3</b>	<b>24,0</b>	<b>26,5</b>	<b>26,3</b>	<b>100,0</b>	

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

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

TBF : Transferts Banque de France

PGI : Prêt garanti intrajournalier

TRICP : Traitement informatisé des créances privées

CCBM : Modèle de banque centrale correspondante

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 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	2003	2004	Part	
					Décembre	Janvier		Février
<b>France</b>	<b>353</b>	<b>433</b>	<b>435</b>	<b>449</b>	<b>439</b>	<b>473</b>	<b>454</b>	<b>23,8</b>
Target transfrontière	60	75	69	75	79	79	72	3,8
Target domestique (TBF)	207	270	287	302	291	329	317	16,6
PNS	86	88	78	71	69	65	65	3,4
<b>Allemagne</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	<b>489</b>	<b>504</b>	<b>503</b>	<b>511</b>	<b>474</b>	<b>24,9</b>
Target transfrontière	111	131	129	141	145	149	136	7,1
Target domestique (ELS puis RTGS+)	94	164	360	364	358	362	338	17,7
EAF	163	162	-	-	-	-	-	-
<b>Espagne</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>250</b>	<b>276</b>	<b>243</b>	<b>263</b>	<b>292</b>	<b>15,3</b>
Target transfrontière	16	20	18	20	21	21	22	1,2
Target domestique (SLBE)	118	188	231	255	221	241	269	14,1
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,1
<b>Italie</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>106</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>5,7</b>
Target transfrontière	37	39	34	33	34	31	31	1,6
Target domestique (BI-REL)	72	67	64	64	72	72	78	4,1
<b>Royaume-Uni</b>	<b>95</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>122</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>127</b>	<b>6,7</b>
Target transfrontière	75	91	85	93	94	103	101	5,3
Target domestique (Chaps Euro) (a)	20	27	26	29	27	27	26	1,4
<b>Autres</b>	<b>416</b>	<b>432</b>	<b>437</b>	<b>451</b>	<b>466</b>	<b>475</b>	<b>450</b>	<b>23,6</b>
<b>Total</b>	<b>1 477</b>	<b>1 756</b>	<b>1 821</b>	<b>1 899</b>	<b>1 878</b>	<b>1 955</b>	<b>1 906</b>	<b>100,0</b>

## Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2003	2004	Part	
					Décembre	Janvier		Février
<b>France</b>	<b>33 532</b>	<b>46 478</b>	<b>44 644</b>	<b>43 918</b>	<b>47 026</b>	<b>42 859</b>	<b>44 018</b>	<b>9,7</b>
Target transfrontière	4 515	5 309	6 471	6 802	7 348	7 152	7 298	1,6
Target domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	9 252	7 890	9 037	2,0
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	30 426	27 817	27 683	6,1
<b>Allemagne</b>	<b>135 329</b>	<b>158 866</b>	<b>125 070</b>	<b>128 670</b>	<b>140 895</b>	<b>127 190</b>	<b>129 243</b>	<b>28,4</b>
Target transfrontière	14 433	14 715	16 852	18 035	19 142	18 377	19 063	4,2
Target domestique (ELS puis RTGS+)	69 962	93 160	108 218	110 635	121 753	108 813	110 180	24,2
EAF	50 933	50 991	-	-	-	-	-	-
<b>Espagne</b>	<b>13 243</b>	<b>15 780</b>	<b>19 065</b>	<b>20 114</b>	<b>21 171</b>	<b>18 761</b>	<b>19 779</b>	<b>4,3</b>
Target transfrontière	1 080	1 230	1 731	2 340	2 925	2 712	2 825	0,6
Target domestique (SLBE)	8 329	9 175	10 369	10 784	11 541	10 429	11 131	2,4
SEPI	3 833	5 375	6 965	6 991	6 705	5 620	5 823	1,3
<b>Italie</b>	<b>40 787</b>	<b>40 208</b>	<b>37 696</b>	<b>36 985</b>	<b>42 672</b>	<b>33 676</b>	<b>35 715</b>	<b>7,9</b>
Target transfrontière	4 572	5 334	6 173	6 746	7 575	6 903	7 695	1,7
Target domestique (BI-REL)	36 214	34 874	31 523	30 239	35 097	26 773	28 020	6,2
<b>Royaume-Uni</b>	<b>7 851</b>	<b>10 156</b>	<b>14 370</b>	<b>16 834</b>	<b>18 041</b>	<b>17 329</b>	<b>17 882</b>	<b>3,9</b>
Target transfrontière	4 902	6 503	9 555	11 392	12 385	12 362	12 675	2,8
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 949	3 653	4 815	5 442	5 656	4 967	5 207	1,1
<b>Autres</b>	<b>131 120</b>	<b>140 399</b>	<b>186 317</b>	<b>205 313</b>	<b>217 261</b>	<b>199 468</b>	<b>208 147</b>	<b>45,8</b>
<b>Total</b>	<b>361 861</b>	<b>411 886</b>	<b>427 163</b>	<b>451 834</b>	<b>487 066</b>	<b>439 283</b>	<b>454 784</b>	<b>100,0</b>

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

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

RTGS : Real-Time Gross Settlement

TBF : Transferts Banque de France

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 7 avril 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

##### La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002

##### Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne

##### Résumé d'étude

Les placements en valeurs mobilières au quatrième trimestre 2003

<i>Unités concernées</i>	<i>Postes</i>
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. de la Balance des paiements	32 82
Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. de la Balance des paiements – SEMEX	52 20
Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SESOF	28 12
Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SEVAM	49 16

