

N° 126

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

JUIN 2004



Sommaire

Page

Éditorial

**Les principaux messages de la lettre introductive
au *Rapport annuel* de la Banque de France**

Actualité

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

Études

La balance des paiements de la France en 2003	29
La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger	47
Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003	57
Écarts de productivité entre l'Europe et les États-Unis	65
Sommaire du <i>Bulletin officiel</i> de la Banque de France	77

Statistiques

79

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

Achevé de rédiger le 22 juin 2004

Site Internet : www.banque-france.fr

Les principaux messages de la lettre introductive au *Rapport annuel* de la Banque de France

À l'occasion de la publication du *Rapport annuel* de la Banque de France, le Conseil de la politique monétaire a esquissé, au terme de la cinquième année d'existence de l'euro et de conduite de la politique monétaire unique, un bilan pour l'économie française, en considérant ses forces et ses faiblesses dans un contexte de globalisation économique et financière.

La stratégie économique et monétaire menée par les gouvernements successifs et par la Banque de France sur une longue période avait fait de la France l'un des pays les mieux placés lors de l'entrée en Union monétaire, non seulement selon les critères de Maastricht, mais aussi en termes de croissance. En particulier, l'effort continu de modération des prix et des coûts entamé en France de longue date avait permis une évolution remarquable de la compétitivité de l'économie française.

Toutefois, en 2003, on a noté des conditions de financement particulièrement favorables et, dans le même temps, une faible croissance du PIB accompagnée d'une détérioration des performances relatives de la France en matière d'inflation, de comptes externes et de finances publiques.

En particulier, la progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé a été de 2,4 % en glissement annuel à fin 2003 en France, contre 2,0 % pour l'ensemble de la zone euro. Cette médiocre performance est liée en partie aux relèvements de prix administrés qui constituent des chocs transitoires, mais dont il convient d'éviter qu'ils se répercutent sur la dynamique des salaires, d'autant que la progression des coûts salariaux par tête a été plus rapide en France que pour l'ensemble de la zone euro. Les derniers chiffres disponibles montrent que le rythme de l'inflation en France s'accélère en 2004, sous l'effet notamment de la forte hausse des prix des produits énergétiques.

Cette situation requiert la plus grande vigilance. Le maintien de la stratégie menée sur longue durée et consistant à écarter toute forme d'indexation sur les prix apparaît crucial. La stabilité des prix est, en effet, une condition nécessaire pour une croissance potentielle forte et une augmentation durable du nombre d'emplois.

C'est pourquoi elle constitue l'objectif primordial de toute politique monétaire. L'inflation, en effet, brouille la lecture des prix relatifs, entraîne une redistribution arbitraire des richesses et se traduit donc par une mauvaise allocation des ressources. En sapant la confiance des agents dans la valeur présente et future de leur monnaie, elle affecte leurs décisions d'épargne et d'investissement et, partant, réduit le potentiel d'offre de l'économie. Enfin, elle obère le pouvoir d'achat des ménages et pénalise, de ce fait, directement la croissance.

En union monétaire, une maîtrise insuffisante des coûts salariaux et des prix a un coût qui ne peut plus être différé par le recours à un réaligement des parités : elle induit des pertes de compétitivité vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux. Ainsi, la compétitivité de la France s'érode vis-à-vis de la zone euro. En 2003, selon les données semi-définitives de la balance des paiements, l'excédent du compte des transactions courantes s'est inscrit en baisse de 10,5 milliards d'euros par rapport au solde révisé de

l'année 2002. Les exportations de biens et services, en balance des paiements, ont diminué de 2,8 % en valeur. Ce recul des exportations a été plus marqué que dans d'autres pays de la zone euro. Enfin, sur les quatre premiers mois de 2004, l'excédent du compte des transactions courantes en données cvs, à 1 milliard d'euros, a diminué de plus de moitié par rapport à la période correspondante de 2003.

Le Conseil de la politique monétaire a également recherché par quelles actions on pourrait améliorer la situation relative de l'économie française et créer les conditions d'une croissance durable, robuste et créatrice d'emplois.

Depuis l'indépendance de l'Institution, il y a maintenant plus de dix ans, le Conseil de la politique monétaire met en avant plusieurs conditions nécessaires pour atteindre ces objectifs : conduire une politique budgétaire saine visant à maîtriser les dépenses publiques, à réduire durablement les déficits et donc la dette ; accentuer les réformes structurelles dans les domaines de la protection sociale et de la santé ; améliorer sur le long terme le fonctionnement du marché du travail et la productivité de l'économie.

Ainsi, s'agissant du poids de la dépense publique, la Banque de France a recommandé, au titre d'une première étape, de le ramener au-dessous du seuil de 50 % du PIB. Or, selon l'OCDE, les dépenses publiques auraient représenté en France près de 54,4 % du PIB en 2003, soit un point de PIB supplémentaire par rapport à 2002, alors que le volume moyen des dépenses publiques en proportion du PIB s'élèverait à 48,9 % dans la zone euro. Pour enrayer la dynamique potentiellement explosive de la dette publique, il est indispensable que, conformément aux engagements pris par la France en novembre 2003 et réaffirmés récemment, le Gouvernement mette en œuvre les mesures permettant le retour du déficit public sous le seuil de 3 % du PIB en 2005.

À cet égard, les mesures correctrices doivent avoir un caractère durable. Les recettes ponctuelles, non renouvelables, ne peuvent fournir que l'illusion de l'amélioration et ne résolvent en rien les déséquilibres structurels. Elles ont pour effet de retarder l'adoption des mesures appropriées et ne procurent de recettes immédiates qu'en obérant l'avenir.

La stratégie fixée par le Conseil européen de Lisbonne en mars 2000 constitue un cadre approprié pour accomplir des réformes structurelles. Elle vise à donner à l'économie européenne, ainsi qu'à ses composantes, plus de souplesse, plus d'activité et plus d'emplois, notamment par une élévation du taux d'emploi qui suppose l'élimination des nombreuses rigidités de l'économie française.

Cette orientation stratégique vise également à accroître le niveau de la productivité et, partant, le potentiel d'offre de notre économie. Les gains de productivité sont, en effet, une source majeure de la progression du niveau de vie. Il convient d'engager des réformes du marché du travail et de la fiscalité propres à dynamiser durablement la productivité du travail par la diffusion des nouvelles technologies, le développement d'activités à haute valeur ajoutée, l'élévation de la qualification générale de la main-d'œuvre.

C'est bien, en définitive, au prix de ces importants efforts de maîtrise des dépenses publiques et de poursuite des réformes structurelles que l'économie française pourra améliorer sa situation relative et bénéficier d'une croissance durablement plus forte.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Au premier trimestre, le PIB a progressé de 0,8 %

Selon les premiers résultats des comptes nationaux trimestriels (prix de 1995, données cvs-cjo), la croissance du PIB au premier trimestre 2004 a été de 0,8 %.

Les dépenses de consommation des ménages accélèrent sensiblement (1,1 %, après 0,5 % au trimestre précédent) et contribuent pour 0,6 point à l'évolution du PIB. La formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières et des entrepreneurs individuels augmente à un rythme plus soutenu qu'au trimestre précédent (1,7 %, après + 0,8 %), de même que la FBCF des ménages (1,3 %, après + 0,4 %). La FBCF totale progresse

de 1,2 % et contribue pour 0,2 point à l'évolution du PIB.

Les exportations ralentissent (0,3 %, après 1,5 %), de même que les importations (0,7 %, après 2,5 %). La contribution du solde extérieur à l'évolution du PIB est négative, mais légèrement moins qu'au quatrième trimestre (- 0,1 point, après - 0,3 point). Les variations de stocks n'ont pas d'incidence sur le PIB, après avoir contribué positivement à la croissance le trimestre précédent (0,2 point).

À la fin du premier trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2004 s'établit à 1,5 %.

Dans la zone euro, le PIB a augmenté au premier trimestre 2004 de 0,6 % par rapport au trimestre précédent et de 1,3 % sur un an.

Produit intérieur brut et ses composants en 2003 et en 2004

(euros constants – cvs-cjo – base 1995)

	(variations trimestrielles en %)									
	2003					2004				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Acquis
Produit intérieur brut	0,2	- 0,3	0,6	0,6	0,5	0,8				1,5
Importations	- 0,6	- 0,1	0,2	2,5	0,3	0,7				2,7
Dépenses de consommation des ménages	0,7	- 0,2	0,6	0,5	1,7	1,1				1,7
Dépenses de consommation des APU	0,3	0,3	0,7	1,0	2,5	0,4				1,6
FBCF totale	0,3	0,5	0,0	0,8	0,2	1,2				2,0
dont FBCF des SQS et EI	- 0,2	0,4	- 0,2	0,8	- 1,5	1,7				2,3
FBCF des ménages	0,2	0,4	- 0,1	0,4	0,7	1,3				1,6
Exportations	- 2,2	- 1,4	0,9	1,5	- 2,7	0,3				1,5
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	- 0,5	- 0,4	0,2	- 0,3	- 0,8	- 0,1				- 0,3
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,1	0,5	0,6	1,5	0,9				1,7
Variation de stocks	0,1	0,0	- 0,1	0,2	- 0,2	0,0				0,1

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

Baisse de la production industrielle en avril

En avril, la production industrielle hors bâtiment baisse de 0,4 % (+ 1,1 % en glissement annuel). La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie, augmente de 0,4 % sur le mois et de 0,7 % sur un an.

L'acquis de croissance à la fin du mois d'avril pour le deuxième trimestre 2004 s'établit à 0,2 % pour l'industrie hors bâtiment et à 0,7 % pour l'industrie manufacturière.

Dans la zone euro, la production industrielle diminue de 0,2 % en mars par rapport au mois précédent. Sur un an, elle progresse de 1,0 %.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, le mois de mai a été marqué par une consolidation de la reprise de l'activité industrielle. Les perspectives d'activité sont toujours favorablement orientées dans l'ensemble des secteurs.

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

Aux États-Unis, le PIB a progressé de 4,4 % au premier trimestre de 2004 en variation trimestrielle annualisée, après 4,1 % au quatrième trimestre de 2003 (données révisées). La croissance devrait conserver ce rythme vigoureux au deuxième trimestre de 2004. En effet, la production industrielle a progressé de 0,8 % en avril en variation trimestrielle, après - 0,1 % en mars. L'indice ISM du secteur manufacturier a augmenté en mai, à 62,8 %, après 62,4 % en avril, et celui du secteur des services est resté très élevé (65,2 %, après 68,4 % en avril). Du côté de la demande intérieure, la reprise du marché de l'emploi s'est poursuivie, avec 248 000 emplois créés en avril, après 346 000 en mars. L'indice des prix à la consommation n'a progressé que de 0,2 %, après 0,5 % en mars (2,3 % en glissement annuel, après 1,7 % en mars). Le revenu disponible brut des ménages a augmenté de 0,4 % en avril en variation mensuelle, après 0,2 % en mars. Les dépenses de consommation des ménages en volume ont progressé de 0,2 % en avril en variation mensuelle, après 0,3 % en mars (4,6 % sur un an, après 4,4 % en mars).

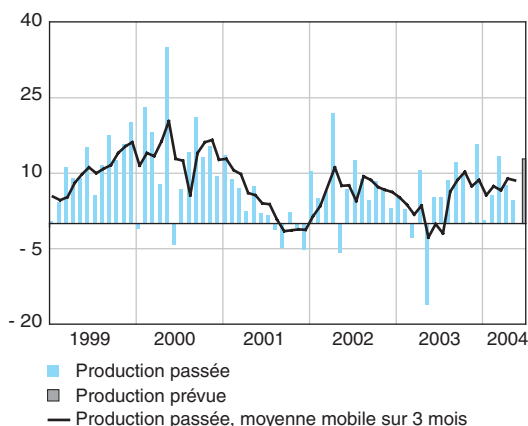
Au Japon, le PIB a augmenté de 1,5 % au premier trimestre de 2004 en variation trimestrielle, après 1,8 % au quatrième trimestre de 2003 (données révisées). Plusieurs indicateurs semblent témoigner d'une accélération de l'activité au deuxième trimestre. L'indice PMI manufacturier est resté élevé en mai, à 56,2, après 55,9 en avril. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 5,7 % en avril, alors qu'elles avaient diminué de 4,4 % en mars. La baisse de l'indice des prix à la consommation s'est cependant légèrement accentuée, à - 0,4 % en avril en glissement annuel, après - 0,1 % en mars. Dans ce contexte, l'excédent des transactions courantes s'est établi à 1 583 milliards de yens en avril (12,3 milliards d'euros), en hausse de 23,1 % sur un an.

Au Royaume-Uni, le PIB a augmenté de 0,6 % au premier trimestre de 2004 en variation trimestrielle, après 0,9 % au quatrième trimestre de 2003, conservant un rythme proche de sa tendance. Cette vigueur est confirmée par les indices PMI du secteur manufacturier et du secteur des services, qui ont atteint, respectivement, 55,6 et 57,4 en mai, après 55,2 et 59,0 en avril. La demande intérieure est restée dynamique : les ventes de détail en volume ont progressé de 6,1 % sur un an en avril, après 6,4 % en mars ; le taux de chômage au sens du BIT a diminué sur la période janvier-mars, à 4,7 %, après 4,9 % pour la période octobre-décembre 2003. Dans ce contexte, et malgré la progression stable de l'IPCH à 1,2 % sur un an en avril comme en mars, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a, le 9 juin 2004, relevé son taux de prises en pension de 0,25 point, à 4,50 %.

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,6 % au premier trimestre de 2004 en variation trimestrielle, après 0,4 % au trimestre précédent. La reprise semble s'être poursuivie au deuxième trimestre de 2004. Les indices PMI ont progressé en mai, tant dans le secteur manufacturier (54,7, après 54,0 en avril) que dans celui des services (55,8, après 54,5 en avril). Les ventes de détail, en volume, ont augmenté de 1 % sur un an en avril, après 0,3 % en mars, malgré un taux de chômage élevé et stable, à 9,0 %, et une accélération de l'IPCH, à 2,5 % en glissement annuel en mai (estimation préliminaire d'Eurostat), après 2,0 % en avril et 1,7 % en mars.

Production dans l'industrie

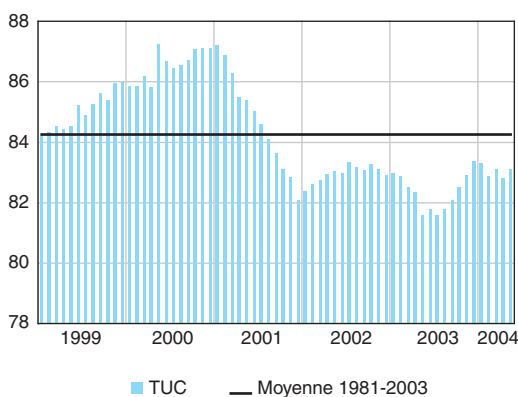
(solde des opinions, cvs)



Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de mai, le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement augmenté.

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

(en %, cvs)

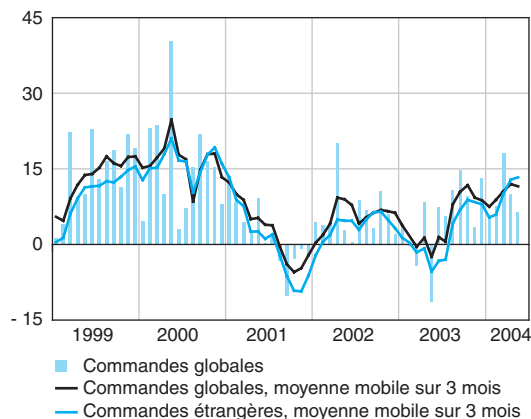


Le courant de commandes nouvelles a augmenté à un rythme modéré, sur les marchés aussi bien intérieur qu'extérieur.

Les carnets de commandes sont proches du niveau considéré comme normal par les chefs d'entreprise.

Commandes dans l'industrie

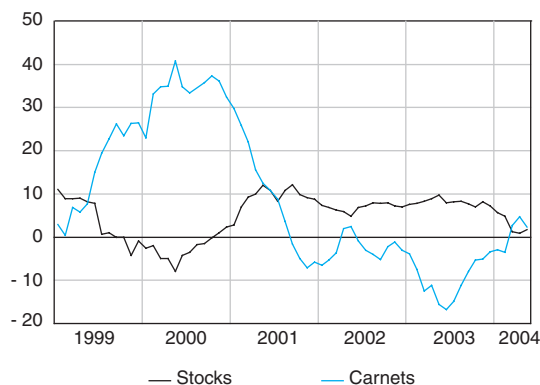
(solde des opinions, cvs)



Le niveau des stocks de produits finis est jugé satisfaisant dans l'ensemble.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



L'activité s'est améliorée dans le secteur du logement et dans les services marchands

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours du trimestre février-mars-avril est supérieur de 10,2 % à celui de la période équivalente de l'année précédente (données cvs). Le nombre de logements autorisés est

en hausse soutenue sur cette période (22,2 %), tant pour les logements individuels (17,6 %) que pour les logements collectifs (29,2 %).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en baisse (– 3,1 % au cours des trois derniers mois, en glissement annuel).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, l'activité des services marchands, appréciée en données brutes, s'est confirmée en mai, sur le mois et sur un an. Les perspectives pour les prochains mois apparaissent bien orientées.

La consommation des ménages a progressé en avril

En avril, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 1,5 %, après – 1,3 % en mars et – 0,1 % en février.

Les dépenses de consommation en textile cuir se redressent nettement (10,7 %, après – 9,3 % en mars).

Les dépenses de consommation en biens durables fléchissent (– 2,5 %, après + 1,9 % en mars). Les achats des ménages en automobiles baissent de 3,1 % (après + 2,3 %). Les dépenses en biens d'équipement du logement diminuent également (– 2,3 %, après + 1,8 %).

Enfin, les dépenses de consommation en autres produits manufacturés augmentent de 1,2 % (après – 0,4 %).

Au total, l'acquis à la fin du mois d'avril s'établit à 0,6 % sur le deuxième trimestre 2004 (après 2,0 % au premier).

En mai, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale s'est repliée, tant comparée au mois précédent que sur un an.

Au mois de mai, les immatriculations de voitures particulières neuves se sont redressées de 5,9 % en données cvs-cjo (+ 4,8 % en glissement annuel).

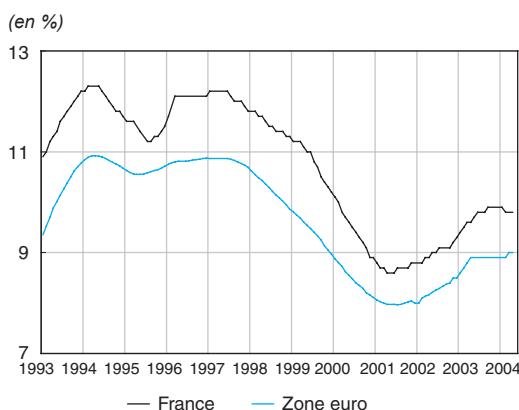
Selon l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages, corrigé des variations saisonnières, a baissé de 3 points en mai, à – 23. Cette légère dégradation traduit essentiellement la diminution des soldes relatifs aux perspectives d'évolution du niveau de vie en France et de la situation financière personnelle (respectivement – 8 points et – 5 points).

Stabilisation de la situation de l'emploi

Le taux de chômage, au sens du BIT, est resté stable en avril 2004, à 9,8 % 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 0,4 % sur le mois (– 10 000 personnes). Sur un an, il a augmenté de 1,8 % (+ 46 000 personnes).

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi, en avril 2004, à 9,0 % de la population active

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : DARES et Eurostat

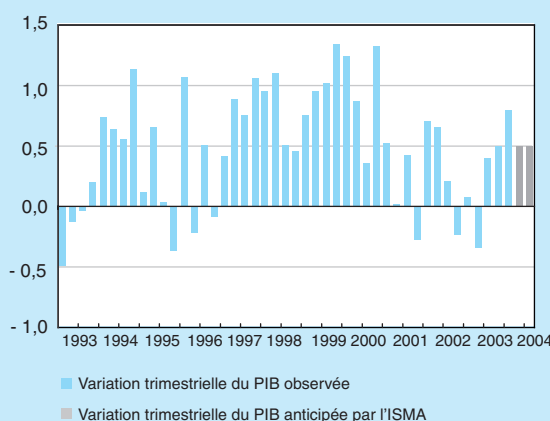
Au cours du premier trimestre 2004, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles, selon les résultats définitifs publiés par la DARES, a diminué de 0,1 % ; il est stable sur un an.

Au premier trimestre, le nombre d'emplois salariés a baissé de 12 400 unités, ce qui recouvre notamment une diminution de 29 000 postes dans l'intérim.

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 deuxième trimestre (estimation révisée de - 0,1 point) et de 0,5 % au troisième trimestre 2004 (première estimation). Dans ces conditions, à la fin du troisième trimestre, l'acquis de croissance pour l'année s'établirait à 2,1 %.

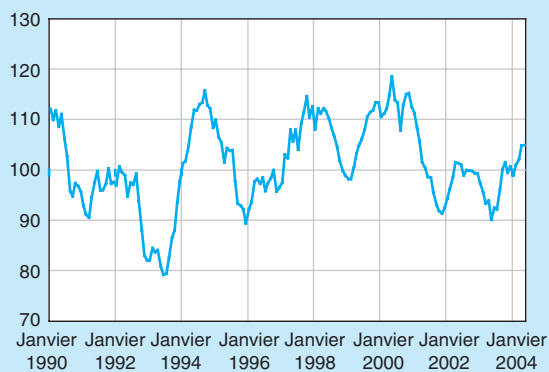
Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 105 en mai (comme en avril, mais nettement au-dessus du niveau de 90 enregistré un an auparavant).

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



1.2. L'évolution des prix

En mai, les cours du pétrole ont augmenté

En mai, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole a augmenté de 4,6 % en euros (32,4 % sur un an) et de 4,8 % en dollars des États-Unis (37,1 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 0,2 % par rapport au dollar, s'établissant à 1,20 dollar.

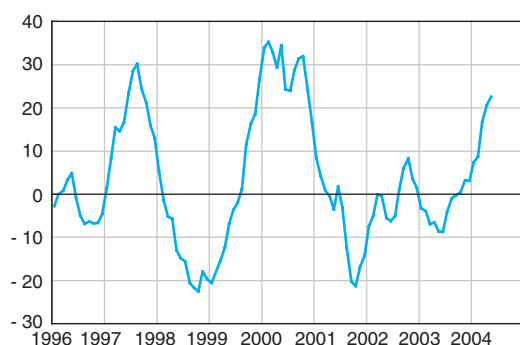
L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 12,4 % en mai (39,5 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 12,5 % sur le mois, à 37,32 dollars en moyenne (+ 44,4 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros s'est replié de 2,9 % par rapport au mois précédent (22,6 % sur un an).

Coût en euros des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel, en %)



Source : indice Banque de France

Hausse des prix de production dans l'industrie en avril

En avril, les prix de production dans l'industrie ont augmenté de 0,4 %, après 0,5 % en mars. Sur un an, ils progressent de 1,3 %.

Dans l'industrie manufacturière, les prix de production ont augmenté de 0,3 % au cours du mois d'avril, après 0,2 % en mars, portant à 0,4 % leur glissement annuel.

Dans la zone euro, les prix de production dans l'industrie ont progressé de 0,4 % en avril par rapport au mois précédent.

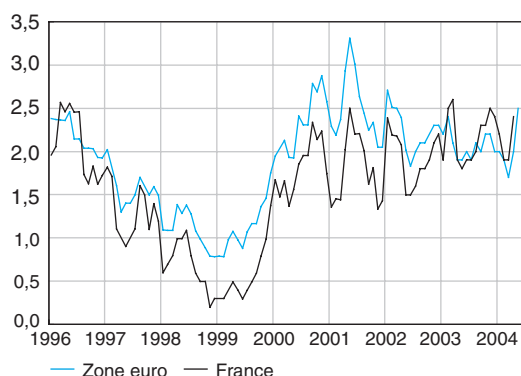
Hausse de l'indice des prix à la consommation en mai

En mai 2004, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accru de 0,4 % par rapport au mois précédent et de 2,8 % sur un an.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,0 % en avril et il est évalué à 2,5 % en mai 2004, selon l'estimation rapide publiée par Eurostat.

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

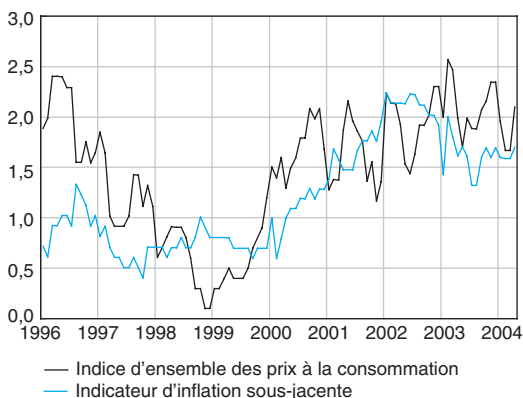
L'indice provisoire des prix à la consommation national (IPCN) a augmenté de 0,4 % en mai, portant son glissement annuel à 2,6 %, après 2,1 % en avril.

La progression mensuelle de l'indice d'ensemble résulte, notamment, du renchérissement des prix des produits frais et des produits pétroliers.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE s'est accru en mai de 0,1 %, comme en avril (+ 1,6 % en glissement annuel, après + 1,7 % 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 ¹ s'est établi à 94,7 en mai, contre 94,2 le mois précédent, par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

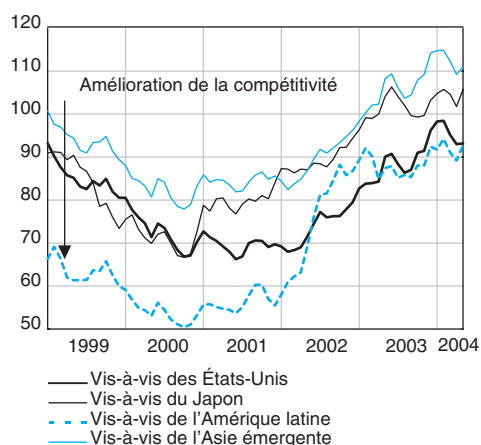
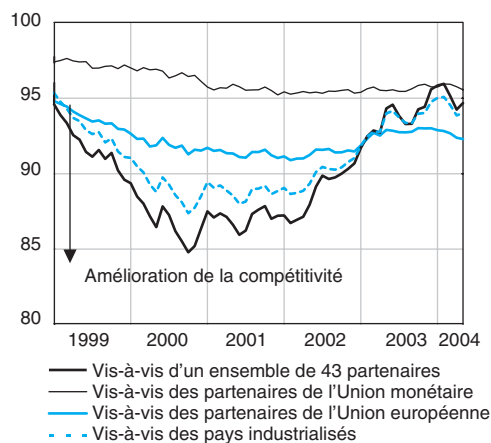
L'adhésion à l'Union européenne de 10 pays en mai 2004 a entraîné une ré-estimation de l'indice de compétitivité de la France vis-à-vis de cette zone, représentée désormais par l'UE 15, la Pologne et la Hongrie, ces deux pays représentant plus de 60 % du PIB exprimé en euros des 10 pays accédants. L'inclusion de ces deux pays améliore légèrement la compétitivité de la France par rapport à l'Union européenne. Cet indice a été rétropolé depuis 1986 sur le nouveau périmètre.

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

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1987)



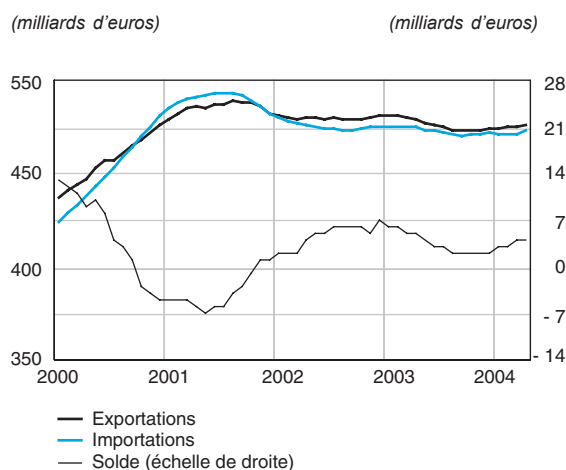
Sources : BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg
Calculs : Banque de France

1.4. Le commerce extérieur en avril 2004

Selon les données estimées par les Douanes, la balance commerciale a présenté, au mois d'avril 2004, un déficit de 0,5 milliard d'euros en chiffres cvs, contre un excédent, révisé, de 0,9 milliard le mois précédent. Sur les quatre premiers mois de l'année, le solde est cependant resté excédentaire, à 1,7 milliard d'euros, contre 0,1 milliard sur la période correspondante de 2003.

Commerce extérieur

Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

En avril, les exportations ont augmenté de 0,5 % et, surtout, les importations ont progressé de 5,5 %, tendant à confirmer le redressement de la demande intérieure.

Par produits, en données CAF-FAB, l'excédent des biens d'équipement s'est contracté de 0,5 milliard d'euros par rapport au mois précédent, à 0,3 milliard. Les importations ont, en effet, augmenté de 18 %, en raison notamment de la reprise des opérations de fabrication coordonnées dans l'aéronautique avec l'Allemagne, tandis que les exportations ont progressé de 8 %. Le déficit des biens intermédiaires s'est accentué de 0,2 milliard d'euros, à -0,4 milliard, à la suite d'une hausse de 4,1 % des importations et de 1,5 % des exportations. Enfin, sous l'effet d'un accroissement de 4,9 % des importations, le déficit des biens de consommation a augmenté de 0,1 milliard d'euros.

Sur le plan géographique, les importations en provenance des pays de la zone euro — en particulier

d'Allemagne — se sont accrues de 8,5 %, rendant le solde déficitaire de 0,7 milliard d'euros, alors qu'il était excédentaire de 0,6 milliard le mois précédent. De même, le solde avec les États-Unis est passé d'un excédent de 0,1 milliard d'euros en mars à un déficit de 0,3 milliard en avril, sous l'effet conjugué d'une baisse de 11 % des exportations et d'une hausse de 9,4 % des importations (produits pharmaceutiques). Enfin, avec des échanges en sensible progression, les soldes envers l'Asie et le Proche-Orient se sont maintenus à, respectivement, -1,5 milliard d'euros et +0,3 milliard.

1.5. La balance des paiements en avril 2004

En données cvs, le *compte de transactions courantes* présente un solde positif de 0,2 milliard d'euros, en légère amélioration par rapport au mois précédent. En données brutes, le solde est déficitaire de 4,6 milliards d'euros, niveau équivalent à celui d'avril 2003 (-4,8 milliards).

Les échanges de *biens* affichent un solde équilibré en données cvs, contre un excédent de 0,4 milliard d'euros en mars. Les exportations et les importations se redressent de, respectivement, 1,7 % et 3,3 %.

Le solde des *services hors voyages*, en données cvs, reste également voisin de l'équilibre. Les recettes et les dépenses progressent de, respectivement, plus de 12 % et près de 10 % d'un mois à l'autre.

Le déficit des *revenus* diminue légèrement, à -0,2 milliard d'euros, en données cvs, dans un contexte de croissance rapide des recettes et des dépenses des revenus d'investissements.

En données brutes, les revenus ont affiché un solde lourdement déficitaire en avril, comme en avril 2002 et avril 2003. Le mois d'avril est en effet, avec les mois de juillet et d'octobre, une période sur laquelle se concentrent les paiements d'intérêts, en particulier sur obligations assimilables du Trésor (OAT). Cette année, le déficit des revenus d'investissements de portefeuille a, toutefois, cessé de se creuser, par comparaison avec le mois d'avril de l'année précédente.

Les *transferts courants nets* à destination de l'étranger, qui ne sont exprimés qu'en données non corrigées des variations saisonnières, se sont établis à -1,3 milliard d'euros, contre -1,6 milliard en mars,

principalement sous l'effet d'une révision à la baisse de la contribution de la France au budget des institutions européennes.

Le *compte financier* a enregistré des entrées nettes de capitaux, à hauteur de 2,1 milliards d'euros.

Le solde des *investissements directs* s'est retourné, à - 2,8 milliards d'euros, contre + 3 milliards en mars. Les *investissements français à l'étranger* ont atteint 4,6 milliards d'euros, contre des désinvestissements nets de 0,3 milliard en mars, sous l'effet de mises en place de prêts et de flux de trésorerie à destination de sociétés étrangères affiliées et, surtout, suite à un accroissement des opérations en capital. Par ailleurs, des opérations de désinvestissement ont pesé sur les *investissements directs étrangers en France*, qui sont revenus de 2,8 milliards d'euros à 1,8 milliard d'un mois à l'autre.

Le solde débiteur des *investissements de portefeuille* s'est creusé en avril, à - 8,2 milliards d'euros, contre - 1,9 milliard en mars. Les opérations des résidents sur titres étrangers ont augmenté de près de 5 milliards d'euros par rapport au mois précédent, à 15,6 milliards, sous l'effet d'une reprise des acquisitions de titres du marché monétaire. Pour leur part, les non-résidents ont acheté des valeurs françaises pour 7,4 milliards d'euros (9 milliards en mars). Leurs achats ont porté sur des obligations privées et des titres du marché monétaire, mais ils ont cédé des actions françaises à hauteur de 2,9 milliards d'euros.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) ont donné lieu à des sorties nettes de 14,3 milliards d'euros. Les IFM résidentes ont effectué des emprunts nets de 24,3 milliards d'euros à l'étranger, dont une partie pour financer leurs achats de titres du marché monétaire étrangers.

Sur les quatre premiers mois de 2004, l'excédent du *compte de transactions courantes* affiche un déficit de 2,2 milliards d'euros, en augmentation par rapport à la période correspondante de 2003.

Les échanges de biens et services ont connu des évolutions contrastées : les *échanges de biens* se sont accélérés par rapport au début de l'année 2003, tant à l'exportation (+ 5 %) qu'à l'importation (+ 3,7 %), le solde s'améliorant de 1,3 milliard d'euros, à 0,5 milliard ; en revanche, l'excédent des services a continué à se contracter, à 2,6 milliards, en baisse de 0,9 milliard, suite à une diminution de 5 % des recettes. Le solde des *voyages* a décliné de 0,3 milliard d'euros par comparaison avec les quatre premiers

mois de l'année 2003, à 2,3 milliards, la quasi-stabilité des recettes tranchant avec des dépenses en forte croissance.

Le déficit des *revenus* s'est creusé par rapport aux quatre premiers mois de 2003, à 2,1 milliards d'euros, contre 0,9 milliard. Toutes les composantes des revenus d'investissements ont vu leur solde se dégrader, même si, s'agissant des revenus d'*investissements de portefeuille*, la progression très rapide des dépenses observée en 2003 s'infléchit quelque peu en ce début d'année, alors que la croissance des recettes s'accélère.

Les *transferts courants* nets à destination de l'étranger ont augmenté de 1,3 milliard d'euros, à 3,1 milliards, sous l'effet, d'une part, d'une augmentation de la contribution de la France aux budgets des institutions européennes et, d'autre part, de transferts exceptionnels de l'État.

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 2,4 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2004.

Dans un contexte de poursuite de la baisse des flux d'investissements directs français à l'étranger (- 33 %) et de stabilisation des investissements étrangers en France, les sorties nettes de capitaux enregistrées sous la ligne des *investissements directs* ont diminué de quelque 6 milliards d'euros, à 3 milliards. Par rapport aux quatre premiers mois de 2003, la proportion des flux vers et en provenance de pays extérieurs à la zone euro a fortement progressé, atteignant, respectivement, 43 % et 62 %.

Les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux de 44 milliards d'euros depuis le début de l'année, alors qu'ils avaient dégagé un solde proche de l'équilibre sur les quatre premiers mois de l'année précédente. Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de 46 % d'une période à l'autre, à 77,5 milliards d'euros, avec des acquisitions d'obligations qui ont doublé, à 49,2 milliards. Comme au début de l'année dernière, les IFM ont compté parmi les principaux investisseurs, réalisant près de 60 % des achats nets des résidents. *A contrario*, les investissements de portefeuille des non-résidents ont diminué de 38 %, à 33,4 milliards d'euros.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) se sont soldés par des sorties nettes de 41,6 milliards d'euros. Pour le financement de leurs achats de titres étrangers, les IFM résidentes ont contracté des emprunts nets de 27,9 milliards d'euros avec l'étranger.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	2002 (a)	2003 (b)	Janvier 2004 (b)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	1 538	471	417	- 4 595	- 52	- 2 169
<i>Biens</i>	7 964	1 568	- 295	- 134	747	160	- 840	478
<i>Services</i>	18 169	13 044	374	171	952	1 078	3 459	2 575
Total « Biens et services »	26 133	14 612	79	37	1 699	1 238	2 619	3 053
– Recettes	416 602	407 059	32 155	33 384	38 126	35 772	135 495	139 437
– Dépenses	390 469	392 447	32 076	33 347	36 427	34 534	132 876	136 384
Revenus	4 229	6 920	- 517	2 654	311	- 4 571	- 946	- 2 123
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	1 976	- 2 220	- 1 593	- 1 262	- 1 725	- 3 099
Compte de capital	- 186	- 7 671	13	157	154	53	- 7 309	377
Compte financier	- 20 603	- 2 399	- 8 032	3 664	- 73	2 076	15 546	- 2 365
<i>Investissements directs</i>	- 561	- 9 124	829	- 4 032	3 032	- 2 839	- 8 811	- 3 010
– Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	- 3 477	- 4 436	278	- 4 643	- 18 432	- 12 278
– Étrangers en France	51 965	41 627	4 306	404	2 754	1 804	9 621	9 268
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 20 166	- 9 256	- 40 184	6 258	- 1 863	- 8 235	1 027	- 44 024
– Avoirs	- 92 502	- 130 670	- 43 101	- 7 923	- 10 837	- 15 612	- 53 140	- 77 473
– Engagements	72 336	121 414	2 917	14 181	8 974	7 377	54 167	33 449
<i>Produits financiers dérivés</i>	5 507	- 6 068	1 085	593	1 546	354	819	3 578
<i>Autres investissements</i>	- 9 584	24 220	33 903	- 3 108	- 3 457	14 265	21 927	41 603
– Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 13 701	- 9 200	- 4 317	- 31 776	- 49 080	- 58 994
– Engagements	25 643	42 270	47 604	6 092	860	46 041	71 007	100 597
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	- 3 665	3 953	669	- 1 469	584	- 512
Erreurs et omissions nettes	5 423	5 229	6 481	- 4 292	- 498	2 466	- 8 185	4 157

(a) Chiffres définitifs

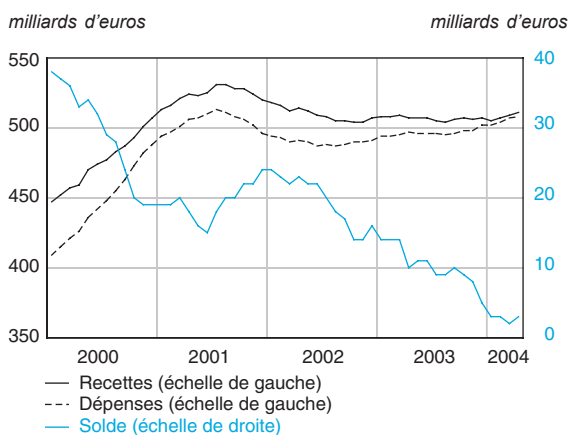
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

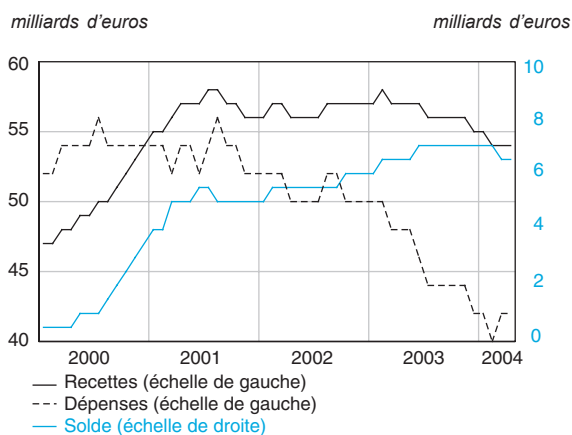
Transactions courantes

Douze mois glissants (données brutes)



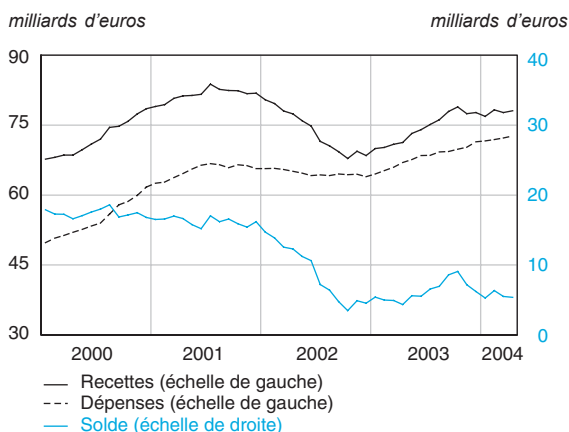
Services (hors voyages)

Douze mois glissants (cvs)



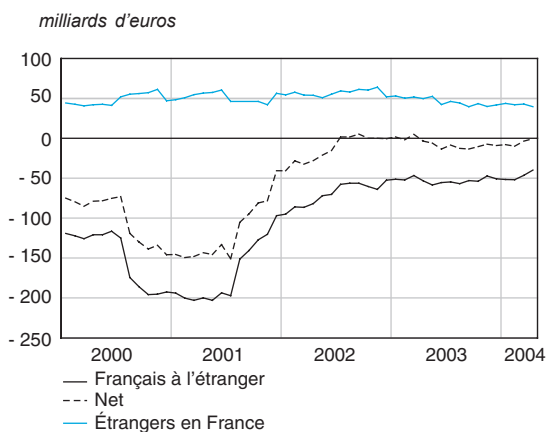
Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)



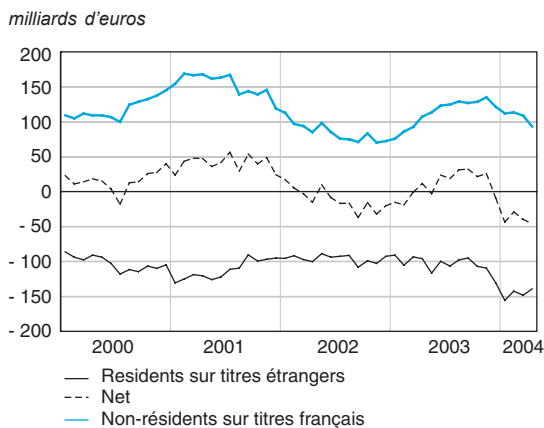
Investissements directs

(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois

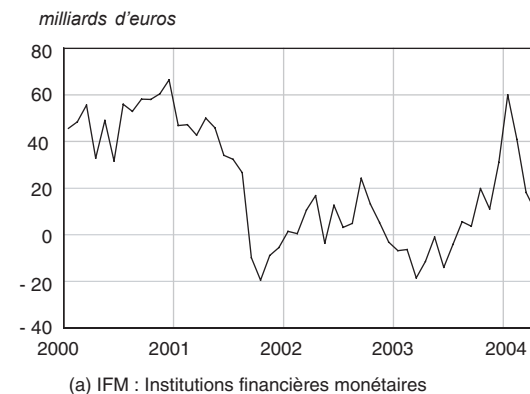


Investissements de portefeuille

(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



Autres investissements nets des 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 ¹ ont connu, en avril, les principales évolutions suivantes :

- la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est établie à 5,6 %, après 6,3 % en mars. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'est élevée à 6,1 % pour la période allant de février à avril 2004, contre 6,4 % pour la période précédente ;
- le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a un peu diminué, demeurant cependant à un niveau toujours élevé (21,1 % en avril, après 22,7 % en mars), reflétant notamment une forte demande de billets en euros à l'extérieur de la zone. La progression des dépôts à vue s'est un peu atténuée en avril, à 9,3 %, après 9,6 %. Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *M1* a diminué, atteignant 10,9 %, après 11,4 % ;
- la progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* s'est ralentie en avril, à 1,8 %, après 2,4 %. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est renforcée (– 7,3 %, après – 6,2 %) et la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois a légèrement fléchi (8,6 %, après 8,9 %). Le taux de croissance annuel de l'agrégat *M2* a ainsi diminué, s'établissant à 6,4 % en avril, après 6,9 % ;
- la croissance annuelle des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* s'est atténuée en avril, à 1,4 %, après 3,2 %, sous l'effet du ralentissement des titres d'OPCVM monétaires (6,9 %, après 7,6 %) et de la contraction accrue des titres de créance de maturité inférieure à deux ans (– 17,8 %, après – 8,4 %), tandis que le fléchissement des pensions s'amointrit (– 1,3 %, après – 2,5 %).

¹ 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

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)			
	Encours	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la
	Avril 2004	Mars 2004	Avril 2004	zone euro Avril 2004
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	409,5	22,7	21,1	
+ Dépôts à vue	2 374,1	9,6	9,3	
= M1	2 783,6	11,4	10,9	
+ autres dépôts monétaires	2 555,2	2,4	1,8	
= M2	5 338,7	6,9	6,4	
+ Instruments négociables	914,5	3,2	1,4	
= M3	6 253,2	6,3	5,6	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 209,0	5,5	5,6	
Créances sur le secteur privé	8 337,4	5,9	6,0	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	374,3	10,6	8,5	15,8
Comptes sur livrets	360,8	7,2	6,7	23,0
Dépôts à terme ≤ à 2 ans	46,2	- 21,8	- 16,0	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	278,1	6,7	6,2	45,7
Instruments du marché monétaire	51,7	- 19,1	- 24,7	78,3
Crédits au secteur privé (c)	1 212,7	4,6	5,2	16,8
Endettement intérieur total (d)	2 723,7	5,0	4,8	
dont : Administrations publiques	998,1	9,8	9,0	
Sociétés non financières	1 114,1	- 0,9	- 0,4	
Ménages	611,6	8,5	8,4	

(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* s'est légèrement renforcée en avril, à 6,0 %, après 5,9 %, l'augmentation des actions et autres participations (9,3 %, après 8,3 %) et celle, plus modeste, des crédits (5,6 %, après 5,5 %) compensant le ralentissement des titres autres qu'actions (8,2 %, après 10,5 %). La contribution des *concours au secteur privé* à la croissance de M3 s'est établie à 7,9 points de croissance de M3 en avril comme en mars ;
- la croissance annuelle des *concours aux administrations publiques* s'est un peu atténuée en avril (6,3 %, après 6,7 %), de même que leur contribution à la croissance de M3, qui s'est établie à 2,3 points de croissance de M3 en avril, après 2,4 points en mars ;
- la contribution des *créances nettes sur l'extérieur* à la croissance annuelle de M3 a faiblement augmenté : 1,8 point de croissance en avril, contre 1,7 en mars.

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points) □	
	Mars 2004	Avril 2004
Créances nettes sur l'extérieur	1,7	1,8
Concours au secteur privé	7,9	7,9
Concours aux administrations publiques	2,4	2,3
Ressources non monétaires	- 4,6	- 5,3
Divers	- 1,1	- 1,2
Total	6,3	5,6

Source : BCE, calculs de la Banque de France

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

- le taux de croissance annuel des *dépôts à vue* a diminué, revenant à 8,5 % en avril, après 10,6 % en mars ;
- la croissance des *livrets* s'est ralentie à 6,7 %, après 7,2 % ;

- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est atténuée à - 16,0 %, après - 21,8 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'*OPCVM monétaires détenus par les résidents* a un peu diminué, s'établissant à 6,2 %, après 6,7 % ;
- la contraction des instruments du marché monétaire s'est amplifiée : - 24,7 %, après - 19,1 % en mars.

La croissance annuelle des *crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français* a augmenté, s'établissant à 5,2 % en avril, après 4,6 % en mars.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a légèrement fléchi : 5,1 %, après 5,2 %. Ce ralentissement provient principalement de la décélération de l'endettement des administrations publiques, alors que la contraction de celui des sociétés non financières se modère et que la progression annuelle de l'endettement des ménages reste dynamique.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

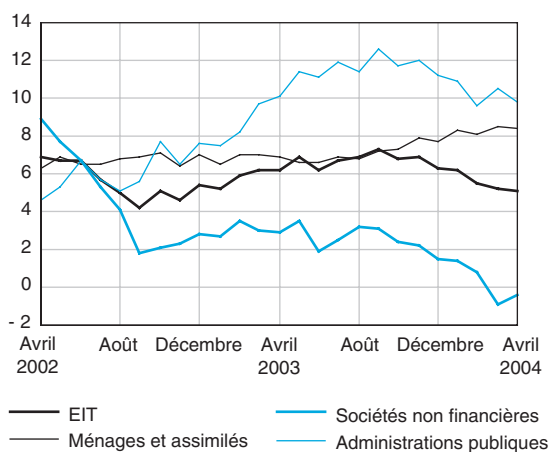
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers a légèrement diminué en avril. La moindre contraction de l'endettement des sociétés non financières a été compensée par un ralentissement des concours aux administrations publiques, tandis que le taux de croissance de l'endettement des ménages est resté quasiment stable.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Endettement intérieur total	6,2	5,2	5,1
Sociétés non financières	2,9	- 0,9	- 0,4
Ménages	6,9	8,5	8,4
Administrations publiques	10,1	10,5	9,8

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)

**Endettement intérieur total par sources de financement**

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Endettement intérieur total	6,2	5,2	5,1
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,1	4,6	5,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents	4,4	3,1	1,6
Financements de marché	9,4	6,5	5,8
Financement monétaire du Trésor public	3,2	- 12,7	- 16,9

La progression des crédits des institutions financières résidentes a été plus que compensée par le ralentissement des crédits obtenus auprès des non-résidents, des financements de marché et la contraction accrue du financement monétaire du Trésor Public.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois d'avril s'est élevé à 5 milliards d'euros, contre 4,5 milliards le mois précédent. La quasi-totalité de ces fonds a été levée par des sociétés non financières. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris, d'un montant de 0,5 milliard d'euros, ont représenté 10 % des émissions brutes du mois (4,5 % le mois précédent).

Le cumul des émissions sur les douze derniers mois s'est élevé à 68,5 milliards d'euros, en baisse de près de 18 % par rapport au total émis entre avril 2003 et mars 2004. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 93,5 % des capitaux collectés.

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

(en milliards d'euros)

	Année 2002	Année 2003	Avril 2003 à mars 2004	Mai 2003 à avril 2004	Avril 2004
Sociétés non financières	86,9	83,8	79,1	64,1	4,9
Autres agents (a)	2,1	3,8	4,4	4,4	0,1
Total émis (b)	89,0	87,6	83,5	68,5	5,0
dont :					
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	11,3	22,1	24,2	9,5	0,5
Appel public à l'épargne (c)	6,2	20,3	21,1	6,4	0,4

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

(b) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une 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 des administrations publiques sur les marchés de titres de dette s'est sensiblement contracté. Celui des sociétés financières est resté quasiment stable.

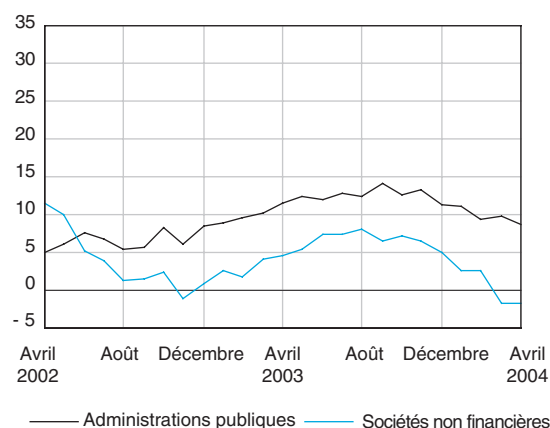
Endettement sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Endettement sur les marchés	9,4	6,5	5,8
Administrations publiques	11,5	9,7	8,7
≤ 1 an	53,7	16,9	11,8
> 1 an	7,3	8,7	8,3
Sociétés non financières	4,5	- 1,7	- 1,8
≤ 1 an	- 19,3	- 14,2	- 4,6
> 1 an	10,2	0,6	- 1,3

Endettement des sociétés non financières et des APU sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



En avril, les *émissions brutes de titres de dette à long terme des résidents* se sont élevées à 19,1 milliards d'euros. Les émissions de l'État ont représenté 64,4 % de ce montant.

Les remboursements du mois ayant atteint 26,7 milliards d'euros, les émissions nettes ont été négatives pour la première fois depuis le début de l'année 2004 (- 7,6 milliards d'euros). Sur l'ensemble des douze derniers mois, leur montant s'est établi à 83,5 milliards d'euros, contre 89,5 milliards pour la période allant d'avril 2003 à mars 2004, traduisant une diminution de 6,7 %.

À fin avril, 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)

	(en milliards d'euros)							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2003	Avril 2003 à mars 2004	Mai 2003 à avril 2004	Avril 2004	Avril 2003 à mars 2004	Mai 2003 à avril 2004	Avril 2004	à fin avril 2004
Sociétés non financières	23,7	1,7	- 3,3	- 4,6	45,6	42,8	0,5	258,6
dont : devises	2,6	4,3	3,7	—	7,0	6,1	—	41,4
État	50,1	46,1	46,6	- 4,1	127,0	128,6	12,3	697,2
Administrations publiques (hors État)	14,8	14,1	10,4	0,2	15,3	11,5	0,2	43,8
dont : devises	- 0,2	- 0,2	- 0,2	-	0,5	0,5	—	1,7
Institutions financières monétaires	34,0	27,8	30,4	1,3	94,3	94,7	6,2	401,7
dont : devises	8,6	7,0	6,7	0,4	21,6	20,5	1,0	68,2
Institutions financières non monétaires	0,7	- 0,3	- 0,7	- 0,3	2,9	2,7	—	31,0
dont : devises	—	- 0,1	- 0,1	—	—	—	—	0,5
Total	123,3	89,5	83,5	- 7,6	285,1	280,4	19,1	1 432,3
dont : devises	10,9	11,0	10,2	0,4	29,1	27,1	1,0	111,8

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

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mai 2004**Obligations émises à Paris**

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin mai 2004
	2003	Mai 2003 à avril 2004	Juin 2003 à mai 2004	Mai 2004	Mai 2003 à avril 2004	Juin 2003 à mai 2004	Mai 2004	
Sociétés non financières	- 1,2	-15,3	- 16,0	- 0,2	10,8	9,0	0,1	117,1
État	33,3	31,4	32,1	7,8	74,8	75,5	7,8	526,0
Administrations publiques (hors État)	15,0	10,4	4,9	- 0,2	10,8	5,4	—	39,4
Institutions financières monétaires	- 1,9	- 1,8	- 2,5	0,5	18,0	16,9	1,6	161,8
Institutions financières non monétaires	- 1,0	- 2,3	- 2,3	—	0,7	0,7	—	24,5
Total	44,2	22,3	16,2	8,0	115,0	107,5	9,5	868,8

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mai 2004 s'est établi à 9,5 milliards d'euros, en hausse de plus de 26 % par rapport au montant émis le mois précédent. Compte tenu de remboursements de 1,5 milliard d'euros, le montant des émissions nettes s'élève à 8 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires brutes lancées par l'Agence France Trésor ont représenté plus de 82 % du total de la place de Paris. À fin mai, l'État a réalisé 60,8 % de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2004 (68 milliards d'euros). La dette obligataire de l'État représentait, à fin mai, 60,5 % de l'encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions brutes des institutions financières monétaires ont atteint 1,6 milliard d'euros et les remboursements ont été de 1,1 milliard d'euros. Toutefois, le désendettement des institutions financières (monétaires et non monétaires) sur le marché parisien s'élève à 4,8 milliards d'euros sur les douze derniers mois.

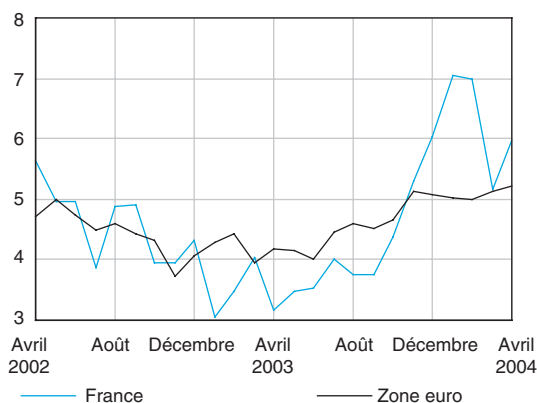
Les sociétés non financières ont levé 0,1 milliard d'euros sur la place de Paris sous forme d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables. Le montant cumulé des flux nets sur les douze derniers mois reste négatif (-16 milliards d'euros).

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 s'est renforcé.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Crédits des IFM	3,2	5,2	6,0
Banques	2,9	4,3	5,4
CDC et CNE	4,5	13,4	13,7
Établissements spécialisés	2,7	4,7	4,1

La croissance de l'encours des crédits a augmenté sensiblement pour les banques et quelque peu pour l'ensemble CDC-CNE, alors que celle des établissements spécialisés s'est de nouveau contractée.

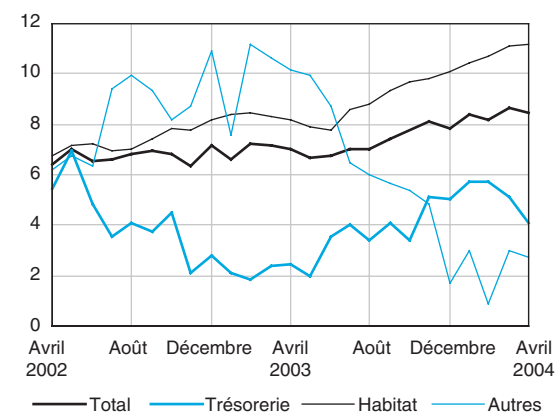
Crédits par agents et par objets

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

Le taux de croissance des crédits aux administrations publiques a sensiblement augmenté. Celui des crédits accordés aux ménages s'est légèrement réduit, du fait d'une moindre croissance des crédits de trésorerie. La contraction moins marquée des crédits aux sociétés non financières (- 0,5 % en variation annuelle en avril, après - 2,1 % en mars) résulte d'une moindre contraction de l'encours des crédits de trésorerie.

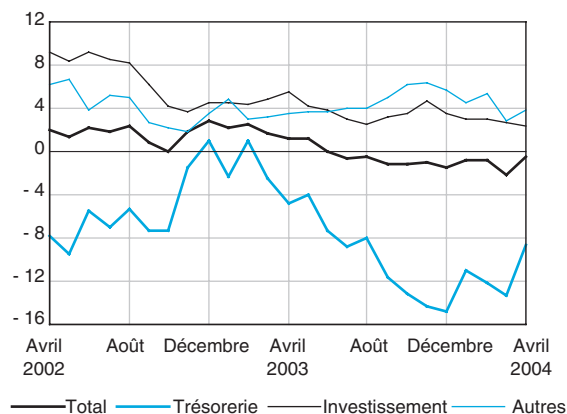
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(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

	(moyenne mensuelle en %)		
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Crédits à la consommation (a)			
Zone euro	6,99	6,80	nd
France	6,30	6,54	6,35
Crédits à l'habitat aux ménages (b)			
Zone euro	5,03	4,78	nd
France	4,79	4,65	4,52
Crédits aux sociétés non financières (c)			
Zone euro	4,57	3,89	nd
France	4,00	3,02	3,06
Crédits aux sociétés non financières (d)			
Zone euro	3,50	2,93	nd
France	3,22	2,13	2,43

(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

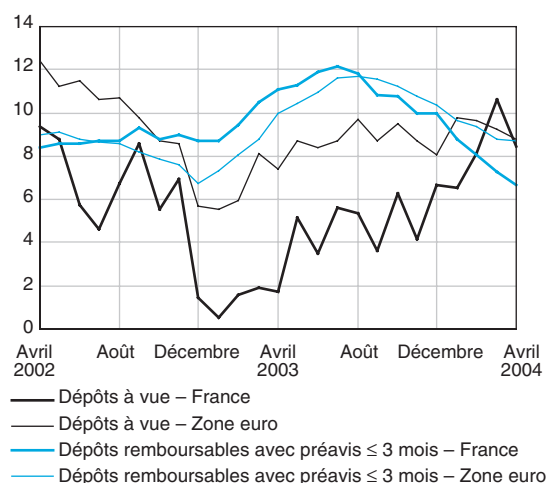
Source : Banque de France, BCE

2.3. Les placements intermédiés

Les placements auprès des institutions financières monétaires

Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

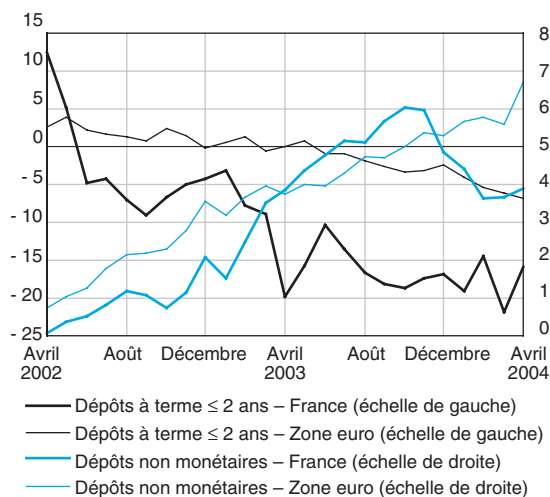
(taux de croissance annuel en %)



En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue a fortement diminué en avril ; celui des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois a continué de décroître.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts à vue (France)

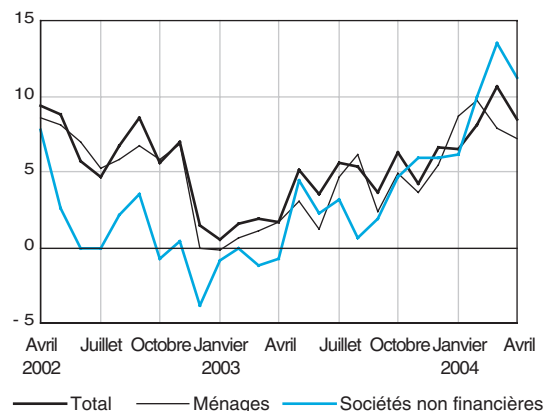
(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Dépôts à vue	1,7	10,6	8,5
Ménages	1,7	7,9	7,1
Sociétés non financières	- 0,7	13,5	11,2
Autres	- 12,4	49,1	48,4

Tous les agents ont participé au ralentissement de la croissance des dépôts à vue.

Dépôts à vue par agents (France)

(taux de croissance annuel en %)



Comptes sur livret (France)

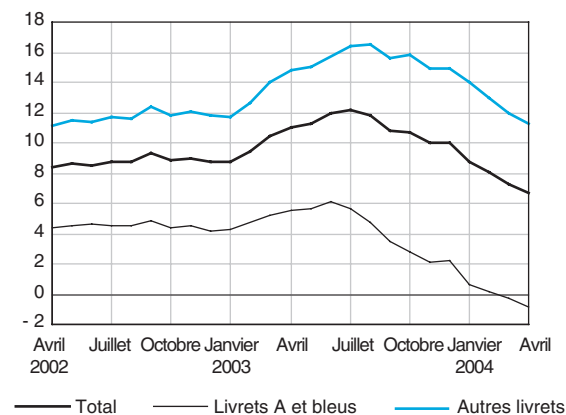
(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Comptes sur livret	11,1	7,2	6,7
Livrets A et bleus	5,5	- 0,3	- 0,9
Livrets soumis à l'impôt	30,7	21,5	19,5
Livrets d'épargne populaire	5,5	8,5	8,6
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,4	5,5	5,4

Le rythme de croissance de l'ensemble des comptes sur livret a continué de fléchir. Les livrets A et bleus ont accentué leur contraction ; seuls les livrets d'épargne populaire maintiennent leur croissance.

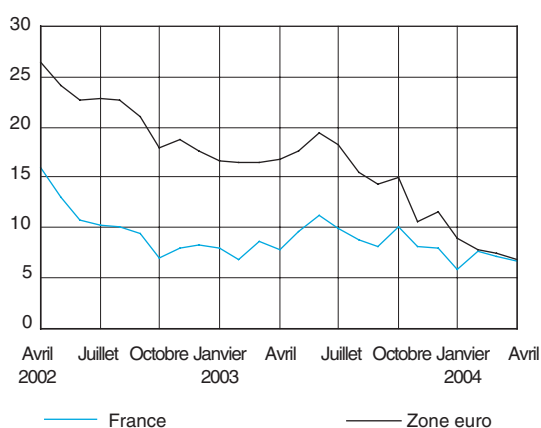
Comptes sur livret (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Placements rémunérés aux taux du marché monétaire (France)

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	2,2	-3,3	-3,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	-19,9	-21,8	-16,0
Titres d'OPCVM monétaires	7,9	7,1	6,7
Titres de créances ≤ 2 ans	-9,9	-85,7	-71,2
Pensions	20,0	-5,4	-6,0

Dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)

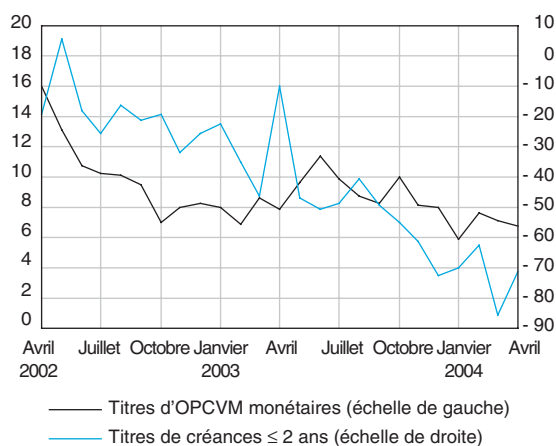
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Dépôts non monétaires	3,9	3,7	3,9
dont : PEP bancaires	-7,1	-5,9	-6,3
PEL	5,0	5,0	4,9

La contraction en rythme annuel de l'encours des placements à court terme rémunérés à des taux de marché s'est renforcée en avril. Les titres d'OPCVM monétaires et les pensions ont participé à cette baisse.

La contraction des encours des PEP bancaires s'est accentuée et le taux de croissance des PEL est resté quasiment stable.

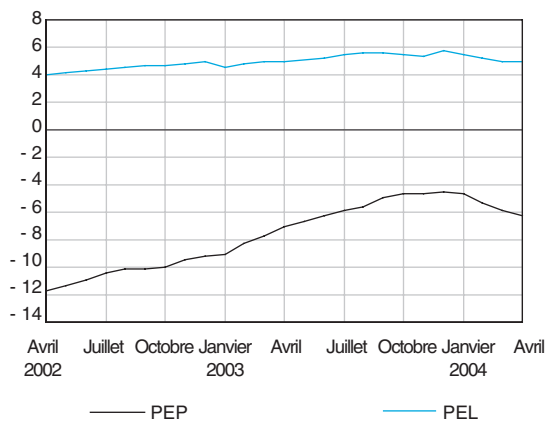
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



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	Avril 2004
OPCVM obligations	29,2	28,1	27,4
OPCVM actions	25,0	26,4	27,0
OPCVM diversifiés	36,2	35,2	35,3
OPCVM garantis	9,6	10,3	10,3
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorité des marchés financiers

Par rapport à décembre 2003, la part des OPCVM « actions » et « diversifiés » s'est légèrement renforcée au détriment de celle des OPCVM « obligations », tandis que la part des OPCVM « garantis » est restée inchangée.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	(flux sur douze mois, par rapport aux encours, en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Mars 2004	Avril 2004
OPCVM obligations	- 8,2	- 4,6	- 4,3	- 4,5
OPCVM actions	3,3	1,4	3,0	2,7
OPCVM diversifiés	- 4,5	- 1,1	5,1	5,8

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » ont quelque peu augmenté. Les flux de souscriptions nettes de titres ont légèrement reculé pour les OPCVM « actions », tandis que ceux des OPCVM « diversifiés » ont continué leur progression.

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

	(en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Mars 2004	Avril 2004
OPCVM obligations	7,2	4,1	4,8	3,7
OPCVM actions	- 31,7	14,8	33,3	23,1
OPCVM diversifiés	- 14,1	7,8	14,3	10,8

(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 » et « diversifiés » a sensiblement baissé, tandis que celui des titres d'OPCVM « actions » s'est nettement replié.

Les taux d'intérêt créditeurs

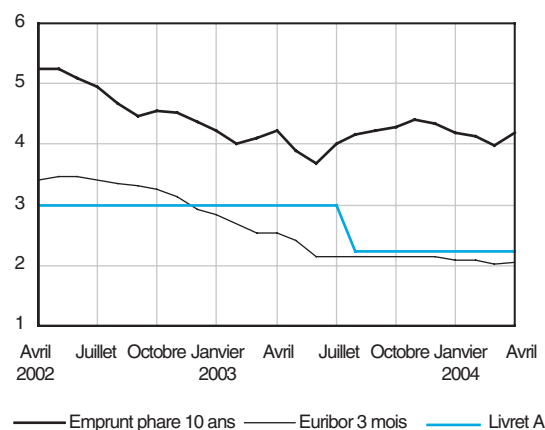
Sur les marchés, les moyennes mensuelles des taux d'intérêt à long terme se sont quelque peu renforcées.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Euribor 3 mois	2,53	2,03	2,05
Emprunt phare 10 ans	4,22	3,98	4,19
Livret A	3,00	2,25	2,25

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

Taux créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Avril 2003	Mars 2004	Avril 2004
Dépôts à vue			
Zone euro	0,84	0,70	nd
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,31	2,00	nd
France	3,19	2,56	2,58
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,39	1,92	nd
France	2,88	2,66	2,49
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	3,55	3,32	nd
France	3,85	3,65	3,76

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

Sources : Banque de France, BCE

3. Les marchés de capitaux

La poursuite de la remontée des cours du pétrole, dans un contexte également marqué par un regain des tensions géopolitiques, a été un élément déterminant des mouvements sur les marchés de capitaux au mois de mai. Dans ce contexte, les actifs les plus risqués se sont inscrits en baisse, tandis que le dollar des États-Unis s'est déprécié face à la plupart des principales devises. La montée des prix de l'énergie n'a pas, toutefois, remis en cause le scénario macro-économique global de raffermissement de la croissance : les statistiques confirmant la reprise du marché du travail aux États-Unis et une accélération de la croissance en zone euro ont pesé sur les marchés de taux, donnant lieu à des tensions sur les rendements obligataires de part et d'autre de l'Atlantique.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

Évoluant dans une fourchette relativement large, l'euro s'est globalement apprécié au cours du mois de mai, progressant de 1,59 % contre dollar (de 1,1993 à 1,2184) et de 0,78 % contre yen (de 132,36 à 133,39).

Au cours de la première quinzaine, la confirmation de la nette amélioration de la situation du marché de l'emploi aux États-Unis et le changement de ton du communiqué du *Federal Open Market Committee* (FOMC) ont constitué un facteur de soutien du dollar vis-à-vis des principales devises.

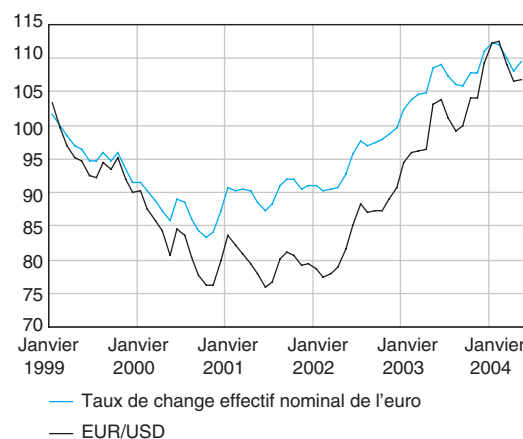
La devise américaine s'est ensuite repliée, dans le sillage du regain de tensions au Moyen-Orient et de la forte hausse des prix du pétrole, cette remontée du prix de l'énergie faisant surgir des craintes à la fois sur la croissance américaine et sur ses conséquences en matière d'inflation.

La progression de l'euro a, par ailleurs, été alimentée par la confirmation de la reprise dans la zone euro (publication d'un taux de croissance au premier trimestre supérieur aux attentes, à 0,6 %) et par la légère remontée des perspectives d'inflation, qui a conduit les intervenants à durcir leurs attentes en matière de relèvement des taux directeurs.

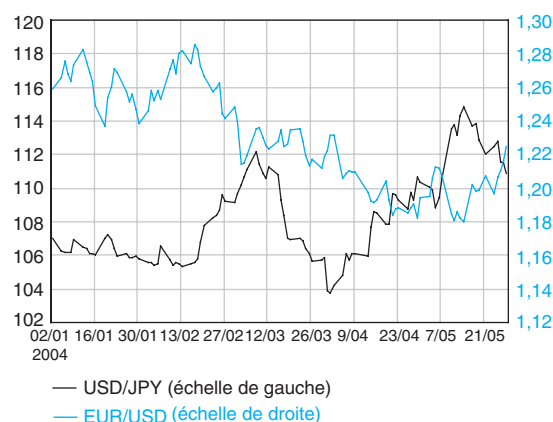
La volatilité implicite tirée des options de change sur le cours de l'EUR/USD est toutefois restée relativement stable, autour de 11 %. Le *risk reversal* à un mois, en ligne avec la remontée du cours au comptant de l'EUR/USD sur la période, est passé de négatif en milieu de mois à 0,40 le 28 mai. Dans le sillage du repli du dollar, les cours de l'or ont progressé de 2,28 % au cours du mois, passant de 386,8 à 395,5 dollars l'once.

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

(base 100 = 1^{er} janvier 1999)



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



Le mois de mai a, par ailleurs, été marqué par l'entrée de dix nouveaux pays dans l'Union européenne.

Dans le sillage de l'entrée officielle de ces pays dans l'Union, leurs devises se sont appréciées au cours de la période sous revue : la couronne tchèque a gagné 2,73 % contre euro, la couronne slovaque 1,22 % et le zloty polonais plus de 3 %, après l'annonce par la Banque centrale de Pologne d'un possible resserrement monétaire lors des mois à venir.

Les pays souhaitant participer à l'Union monétaire devront adhérer pour une période minimale de deux ans au mécanisme de change européen (MCE II). Un certain nombre de pays, dont Chypre, l'Estonie, la Lituanie, Malte et la Slovaquie ont fait officiellement état de leur souhait d'intégrer le plus rapidement possible le MCE II, afin de pouvoir rentrer dans l'UEM à l'horizon 2006-2007. Les autres, tels que la Hongrie, la Pologne et la République tchèque, ont, en revanche, indiqué clairement leur préférence pour une entrée plus tardive dans le mécanisme de change européen.

Les devises offrant un différentiel de rendement élevé vis-à-vis du dollar ont, au cours du mois de mai, regagné quasiment tout le terrain qu'elles avaient perdu en avril. La livre sterling s'est globalement appréciée de plus de 3 % contre dollar et de plus de 1 % contre euro, en raison de la persistance des anticipations de hausse des taux par la Banque d'Angleterre.

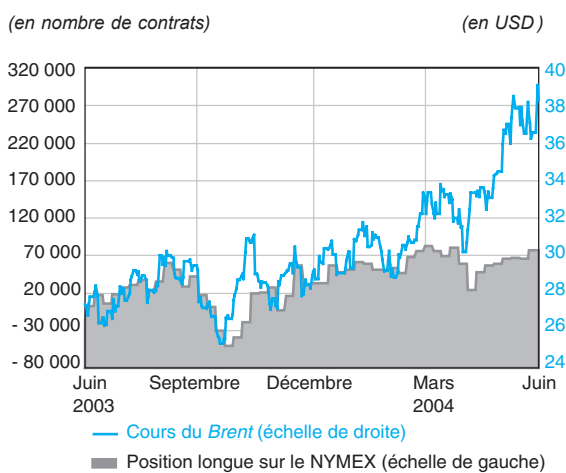
Les devises des pays émergents, déjà en recul au mois d'avril, ont continué de subir des pressions baissières, dans le sillage des anticipations de remontée des taux courts américains et de réduction du risque alloué aux actifs libellés en devises émergentes dans les portefeuilles internationaux. Le real brésilien a perdu 8,50 % contre euro en mai, la livre turque 6,28 %, la roupie indonésienne 7,66 % et le peso argentin 5,75 %. Seul le rand sud-africain s'est apprécié de plus de 5 % contre euro au cours de la période sous revue, bénéficiant de perspectives de croissance en nette hausse (3,1 % au premier trimestre en rythme annualisé, contre 1,3 % le trimestre précédent).

Les cours du pétrole ont poursuivi leur hausse au cours du mois de mai, atteignant, le 13 mai, leur plus haut niveau depuis 21 ans, à USD 38,49 le baril pour le *Brent*, progressant globalement de 4,8 % sur la

période. La forte demande en provenance d'Asie, notamment de Chine où la demande a crû de 20 % au premier trimestre, la hausse saisonnière de la consommation d'essence aux États-Unis, un contexte géopolitique particulièrement troublé au Moyen-Orient et la pénurie des capacités de raffinage au niveau mondial ont contribué à la flambée des prix. Cette hausse est également alimentée par la perception d'une certaine rigidité de l'offre de brut du côté de l'Opep. Les données publiées par l'Agence internationale de l'énergie montrent que le total des capacités de production inutilisées du cartel apparaissent limitées au regard de la vigueur actuelle de la demande.

Ces éléments expliquent l'intensité des positions spéculatives à la hausse des cours du pétrole : les chiffres publiés par la Commission fédérale sur les marchés de *futures* aux États-Unis montrent que celles-ci sont, à fin mai, proches de leurs plus hauts niveaux des douze derniers mois.

Cours du *Brent* et position nette longue des acteurs spéculatifs sur le contrat pétrole brut du NYMEX depuis juin 2003



3.2. Les marchés de taux d'intérêt

En mai, les marchés de taux américains et européens ont continué à se détériorer, les rendements poursuivant la tendance haussière entamée depuis le début du mois d'avril. Les taux européens ont toutefois enregistré une hausse plus limitée.

Poursuite de la remontée des taux d'intérêt américains

La bonne orientation générale des indicateurs conjoncturels américains publiés en première partie de mois (amélioration, notamment, du marché de l'emploi en avril, avec une création de 288 000 emplois, ultérieurement révisée à 346 000), ainsi que la publication de statistiques suggérant le maintien d'un rythme élevé de croissance et une accélération de l'inflation ont été à l'origine de la progression des taux d'intérêt aux États-Unis.

Dans ce contexte, la courbe des taux implicites des contrats *Fed funds* s'est pentifiée. Le taux implicite du contrat *Fed funds* d'échéance décembre s'est établi à 2,04 %, contre 1,82 % à la fin du mois précédent. Dans le sillage des taux courts, les rendements obligataires se sont également significativement tendus : + 25 points de base pour le rendement à 2 ans, à 2,61 %, et + 18 points de base pour le taux 10 ans, à 4,77 %, le 1^{er} juin.

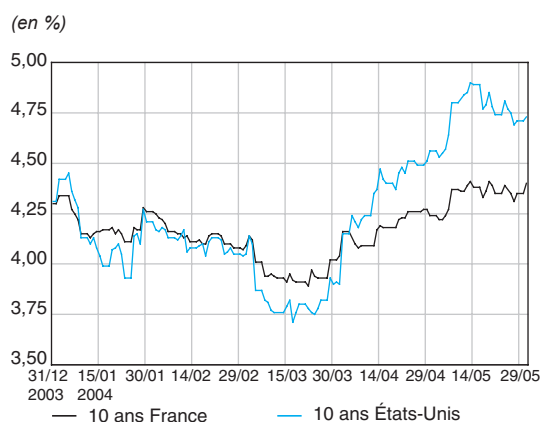
Sur le marché des obligations indexées, les points morts d'inflation ont sensiblement progressé (+ 23 points de base sur la partie 10 ans de la courbe obligataire), pour s'établir à 2,68 %. La forte hausse des prix du pétrole ainsi que la légère accélération du rythme de hausse des prix au cours du premier trimestre ont alimenté cette remontée de l'inflation anticipée à moyen terme.

L'écart entre le rendement à 10 ans américain et son équivalent français s'est accru, s'établissant désormais à 38 points de base (contre 26 fin avril). Les taux japonais sont, quant à eux, restés quasiment stables, les taux à 10 ans ne progressant que de 2 points de base, à 1,52 %.

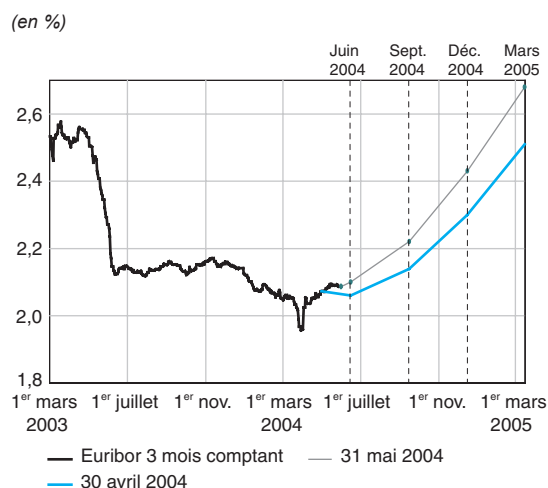
Hausse modérée des rendements dans la zone euro

Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour, le taux Eonia a fluctué dans une fourchette étroite, comprise entre 2,02 % et 2,05 %, pendant la majeure partie du mois de mai, à l'exception de la fin de la période de constitution des réserves obligatoires, le 11 mai. En effet, après s'être replié jusqu'à 1,83 %

Taux d'intérêt à 10 ans en France et aux États-Unis



Taux implicites des contrats Euribor



au plus bas le 7 mai, dans un contexte d'évolution expansive des facteurs autonomes, le taux Eonia a rebondi jusqu'à 2,07 % le 11 mai, dans le sillage de l'annonce d'une opération de réglage fin par la Banque centrale européenne le dernier jour de la période (reprise de liquidité à taux fixe pour un montant de 13 milliards d'euros), avant de se stabiliser, par la suite, légèrement au-dessus de 2 %.

Sur les autres compartiments du marché monétaire, les rendements se sont tendus de 3 points de base sur les taux à 6 mois et de 7 points de base sur le un an, à, respectivement, 2,14 % et 2,31 %. Cette tension s'est accompagnée d'une pentification de la courbe des rendements à court terme : l'écart entre les taux implicites des contrats Euribor d'échéance décembre 2004 et mars 2005 est ainsi passé de quelque 20 points de base à 42 points de base.

Dans leur sillage, les rendements obligataires de la zone euro se sont inscrits en hausse, s'accroissant de 13 points de base et 15 points de base, respectivement, sur les maturités 2 ans et 10 ans, à 2,55 % et 4,40 %. Traduisant la quasi-stabilité des rendements réels, les points morts d'inflation en zone euro ont également progressé (+ 12 points de base sur la partie 10 ans de la courbe obligataire), le taux d'inflation anticipé à l'horizon 10 ans s'établissant à 2,30 %.

Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 avril 2004	1 ^{er} juin 2004	Variation
Industrielles AA	28	27	- 1
Financières AA	32	31	- 1
Corporate BBB	83	86	3
Industrielles BBB	79	83	4
Télécom BBB	65	68	3

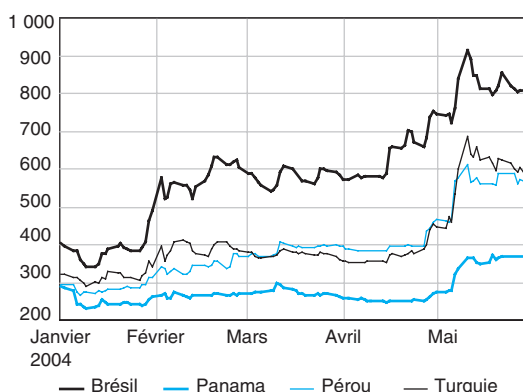
Source : Merrill Lynch, échéance cinq ans

Après une phase d'élargissement relativement marqué enregistrée jusqu'à la mi-mai, les primes de signature terminent quasiment inchangées par rapport à la fin du mois précédent en zone euro — celles des titres obligataires les moins bien notés connaissant, toutefois, une légère tension — et progressent légèrement aux États-Unis. Les entreprises ont, dans l'ensemble, réduit leur effet de levier (ratio financement par dette/capital), diminué leur endettement et augmenté la couverture de leurs frais financiers par leur marge brute. Cette évolution, plus significative aux États-Unis qu'en Europe, car accélérée par les meilleurs résultats des entreprises et la stabilisation de la croissance à un niveau élevé, a alimenté la détente des écarts de crédit observée au cours des mois récents.

Élargissement des primes de signature sur certains émetteurs émergents

Risque souverain émergent : primes de CDS à 5 ans (Brésil, Panama, Pérou et Turquie)

(en points de base)



La résurgence des tensions géopolitiques, la remontée des cours du pétrole, ainsi que l'accélération des anticipations d'une hausse des taux directeurs aux États-Unis se sont traduites par un élargissement des primes de risque sur certains émetteurs émergents. Les actifs les plus risqués, qui avaient été attractifs pour les investisseurs à la recherche de rendement, ont en effet été particulièrement affectés par la remontée des taux américains. On notera ainsi que les primes de *swap* de défaut (CDS), qui reflètent le coût de l'assurance contre la défaillance d'un émetteur, ont subi des variations simultanées importantes en mai sur certains émetteurs souverains des pays émergents : les primes de CDS à 5 ans du Brésil et de la Turquie se sont élargies de, respectivement, 59 et 163 points de base, à 805 et 609, le 30 mai.

3.3. Les marchés boursiers

Au cours du mois de mai, les indices boursiers se sont globalement inscrits en baisse modérée (à l'exception du Nasdaq), le maintien des cours du pétrole sur des niveaux historiquement hauts laissant craindre un essoufflement de la croissance. La persistance de tensions géopolitiques a également pesé sur les marchés boursiers, en favorisant une certaine désaffection à l'égard des actifs risqués.

Indices boursiers

	Niveau au 31 mai 2004	Variation / 30 avril 2004	(variation en %) Variation / 31 déc. 2003
CAC 40	3 669,63	- 0,13	3,14
DAX	3 921,41	- 1,60	- 1,10
DJ EuroStoxx 50	2 736,83	- 1,82	- 0,86
FTSE	4 430,70	- 1,31	- 1,03
Dow Jones	10 188,45	- 0,36	- 2,15
Nasdaq	1 986,74	3,47	- 0,54
Nikkei	11 236,37	- 4,47	5,24

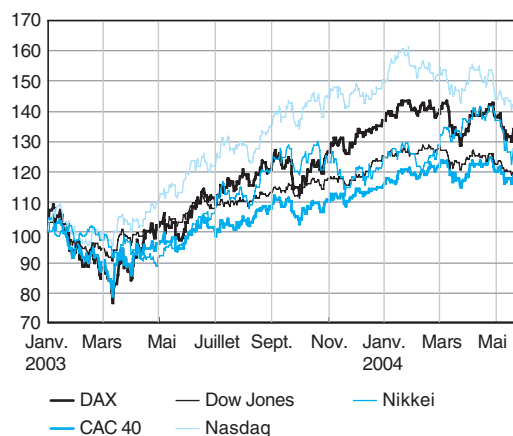
Dans ce contexte, même si les volatilités implicites des options sur les contrats d'indices boursiers se sont établies, fin mai, au même niveau que le 30 avril, elles ont atteint de nouveaux pics au cours du mois, reflétant un accroissement de l'incertitude des participants de marché vis-à-vis de l'évolution des cours : ainsi, la volatilité implicite sur indice CAC 40 est passée à 17,7 % le 30 avril, avant d'atteindre 21,0 % le 10 mai et de revenir à quelque 17,5 % fin mai, et celle sur indice Standard & Poor's 500 est passée de 17 % fin avril à 20 % mi-mai, avant de s'établir autour de 16 % à la fin du mois.

D'un point de vue sectoriel, les valeurs défensives se sont plus particulièrement bien tenues (secteur de la santé en hausse de 2,3 %, biens de consommation non cycliques de 1,6 % sur l'EuroStoxx et ressources de base de 7,3 % sur le Standard & Poor's 500).

Aux États-Unis, les valeurs technologiques ont toutefois bénéficié de nombreux flux acheteurs (Nasdaq : + 3,5 %), après la révision à la hausse des perspectives de résultats par des acteurs majeurs du secteur.

Indices boursiers

(base 100 = 1^{er} janvier 2003)



L'indice Nikkei a subi des évolutions très marquées au cours du mois de mai : il a d'abord baissé de presque 10 % sur la première quinzaine du mois, dans un environnement marqué par les craintes d'un freinage de la croissance en Chine et d'un impact négatif de la hausse des prix du pétrole sur l'économie japonaise. Il s'est rétabli au cours de la seconde quinzaine, à la faveur de chiffres économiques montrant la persistance d'une orientation plus favorable de l'économie de l'Archipel, notamment la vigueur de la consommation des ménages.

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 %)

	Mai 2004		Moyenne année 2004	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	344,88	56,42	344,98	59,15
Pensions à taux fixe	89,54	14,65	91,32	15,69
Pensions à taux variable	255,34	41,77	253,66	43,47
BTAN	174,60	28,56	156,27	26,65
Pensions à taux fixe	36,64	5,99	34,75	5,94
Pensions à taux variable	137,96	22,57	121,51	20,71
BTF	91,79	15,02	83,10	14,19
Pensions à taux fixe	8,72	1,43	15,09	2,58
Pensions à taux variable	83,07	13,59	68,01	11,61
TOTAL	611,27	100,00	584,34	100,00
Pensions à taux fixe	134,90	22,07	141,16	24,21
Pensions à taux variable	476,37	77,93	443,18	75,79

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	28 mai 2004	30 avril 2004	Variation
1 mois	2,00	1,99	+ 1
3 mois	2,00	1,98	+ 2
6 mois	2,05	2,00	+ 5
12 mois	2,16	2,11	+ 5
2 ans	2,56	2,48	+ 8
5 ans	3,48	3,39	+ 9

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en avril 2004		Encours à fin avril 2004
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	367,5	- 1,7	333,2
Certificats			
de dépôt négociables	297,5	- 5,1	207,4
BMTN	0,7	0,0	53,1
Billets de trésorerie	69,3	3,4	72,7

Taux de rendement à l'émission
des billets de trésorerie

(en %)

	1 ^{er} au 7 mai	8 au 14 mai	15 au 21 mai	22 au 28 mai
Billets à 1 jour	2,09	2,03	2,08	2,08
Billets à 10 jours	2,09	(-)	2,09	(-)
Billets à 30 jours	2,10	2,13	2,11	2,11
Billets à 90 jours	2,14	2,13	2,15	2,15
Billets à 180 jours	2,17	2,21	2,17	(-)

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	1 ^{er} au 7 mai	8 au 14 mai	15 au 21 mai	22 au 28 mai
Certificats à 1 jour	2,07	2,05	2,06	2,05
Certificats à 10 jours	2,03	1,97	2,03	2,02
Certificats à 30 jours	2,04	2,06	2,05	2,05
Certificats à 90 jours	2,10	2,12	2,12	2,12
Certificats à 180 jours	2,13	2,15	2,18	2,15

Spreads billets de trésorerie — swaps

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

(en points de base)

	A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois Mars	2	6	8	4
Avril	0	5	7	3
Mai	0	5	7	4
3 mois Mars	5	7	13	8
Avril	3	6	16	6
Mai	3	7	18	7

(a) Conduits chargés du refinancement,
par billets de trésorerie, de structures de titrisationSur les émissions à 1 et 3 mois, le mois de mai se caractérise
par une relative stabilité des prix par rapport aux swaps de
référence toutes catégories d'émetteurs et de maturités
confondues.

La balance des paiements de la France en 2003

L'année dernière, les échanges extérieurs de biens et services, de même que les flux de capitaux de la France, ont subi les effets d'un environnement international particulièrement instable. Après un début d'année marqué par la crainte d'une rechute de l'économie mondiale, l'amélioration des perspectives économiques en Asie de l'Est et aux États-Unis s'est ensuite largement diffusée au reste du monde. Sur l'ensemble de l'année, les échanges mondiaux de biens et services, en volume, auraient progressé de 4,5 %, selon le Fonds monétaire international, s'accéléralant légèrement par rapport à l'année précédente.

Avec retard par rapport au reste du monde et de façon atténuée, les échanges extérieurs et la croissance de la zone euro et de la France se sont également redressés en fin d'année.

Compte tenu de ce redressement tardif, les exportations françaises de biens et services en valeur ont reculé de plus de 2 % par rapport à l'année précédente, après être restées stables en 2002, le solde revenant de 26 milliards d'euros à 15 milliards. L'excédent des transactions courantes, qui comprennent également les revenus et les transferts courants, a décliné de 15 milliards d'euros à 5 milliards, soit de 1 % du PIB en 2002 à 0,3 % en 2003, la France se situant au quatrième rang des pays du G 7. En raison de la faiblesse des exportations, l'excédent courant de la France a connu un recul plus marqué que celui de la zone euro, en baisse de 0,4 point, à 0,4 % du PIB.

Dans le compte financier, les investissements directs étrangers en France ont diminué de près de 20 % en 2003, à 42 milliards d'euros, sous l'effet d'une moindre présence des investisseurs résidant hors de la zone euro. Les investissements directs des résidents à l'étranger se sont maintenus à plus de 50 milliards d'euros, en dépit de nombreuses cessions de filiales, dont certaines d'acquisition récente. Par ailleurs, la remontée des cours de Bourse, le niveau favorable des taux d'intérêt, ainsi que l'augmentation des émissions nettes de valeurs mobilières en France et à l'étranger, ont entraîné une forte reprise des flux d'investissements de portefeuille, en créances comme en engagements. Les institutions financières monétaires (IFM), qui ont contribué pour moitié aux investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers, ont, en contrepartie, accru leurs engagements nets sous forme d'emprunts vis-à-vis de l'extérieur.

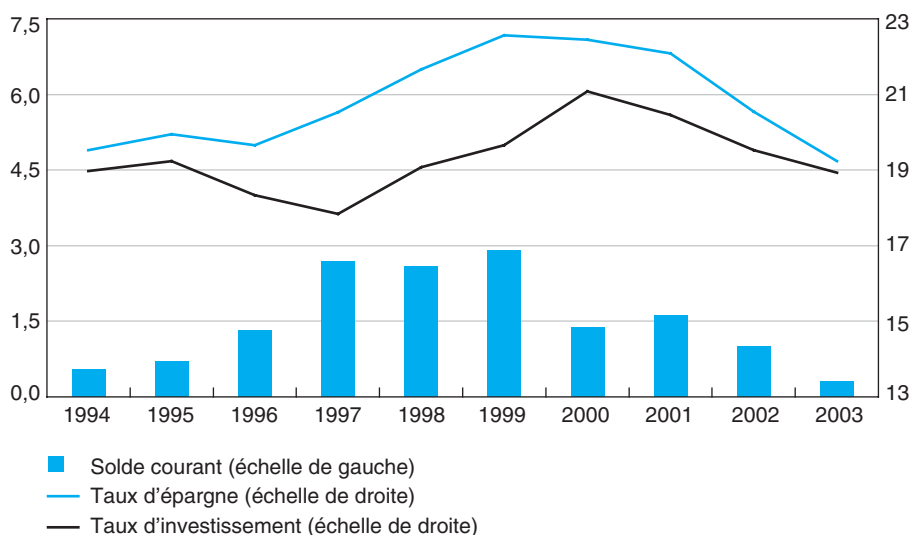
Direction de la Balance des paiements

1. Les transactions courantes et les transferts en capital

En 2003, le solde des transactions courantes s'est établi à 4,8 milliards d'euros (0,3 % du PIB), en baisse de plus de 10 milliards par rapport à l'année précédente. Cette évolution reflète un repli marqué de l'épargne intérieure, qui provient en premier lieu de l'accroissement du besoin de financement des administrations publiques, mais qui tient aussi, dans une moindre mesure, au comportement des ménages et des entreprises non financières. Le taux d'investissement a connu un fléchissement plus modéré, dû en particulier à la faiblesse de l'investissement et à la contraction des stocks des entreprises non financières.

Épargne et investissement en France

(en % du PIB)



NB: Le taux d'épargne, au sens de la balance des paiements, est calculé par addition du taux d'investissement et du solde courant rapporté au PIB.

Source : Banque de France et Insee

1.1. Les échanges de biens et services

Stimulé par une croissance économique plus dynamique que prévu en Asie de l'Est, aux États-Unis, mais aussi en Russie et dans les futurs pays membres de l'Union européenne, le commerce mondial de marchandises en volume aurait progressé de 4,5 % en 2003, selon les dernières estimations de l'Organisation mondiale du commerce. Deux régions sont toutefois restées largement à l'écart de la reprise mondiale, sauf en toute fin d'année : l'Amérique latine et surtout l'Europe occidentale, où la croissance des exportations en volume aurait été inférieure à 1 %, en moyenne, sur l'année. En France, dans un contexte de quasi-stabilité des prix du commerce

extérieur selon les comptes nationaux ¹, les importations de biens en valeur enregistrées en balance des paiements sont restées stables et les exportations ont diminué de 1,9 %. Les exportations françaises auraient ainsi connu une évolution défavorable par rapport à celles de la plupart des autres pays européens.

Comptes de transactions courantes et de capital

(flux et soldes en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Transactions courantes	520,0	506,7	506,5	495,9	491,3	501,7	24,0	15,4	4,8
Biens	328,5	325,6	319,4	324,6	317,6	317,8	3,9	8,0	1,6
Services hors voyages	55,9	56,8	55,3	49,6	52,3	53,9	6,3	4,6	1,4
Voyages	33,7	34,2	32,4	20,1	20,6	20,7	13,6	13,6	11,6
Revenus	82,9	68,7	78,3	66,1	64,5	71,4	16,7	4,2	6,9
dont : Revenus des investissements	73,4	58,5	68,7	64,9	63,1	69,9	8,5	- 4,6	- 1,2
Transferts courants	19,0	21,4	21,1	35,6	36,4	37,8	- 16,6	- 15,0	- 16,7
Compte de capital	1,2	0,9	1,7	1,6	1,1	9,4	- 0,3	- 0,2	- 7,7

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

En particulier, selon les statistiques du commerce extérieur compilées par Eurostat ², les exportations allemandes en valeur ont augmenté de 1,6 % en 2003, alors que les exportations françaises ont diminué de 2,8 %. La différence, significative, est fréquemment attribuée à la structure géographique du commerce extérieur de la France, davantage tournée vers la zone euro et les pays en faible croissance. Or, un calcul consistant à appliquer à la France la structure géographique des exportations allemandes montre que, à structure équivalente, l'écart demeure et s'accroît même légèrement (cf. tableau ci-après). Le commerce extérieur de l'Allemagne est sans conteste plus orienté que celui de la France vers des zones en croissance comme les nouveaux pays membres de l'Union européenne ou l'Asie du Sud-Est, mais la part des États-Unis, vers lesquels les exportations françaises ont baissé de près de 16 % en 2003, y est également plus élevée. Il faut donc admettre que d'autres facteurs sont à l'origine des moins bonnes performances de la France.

¹ Avec des prix d'exportation en baisse de 0,1 %, après - 1,7 % en 2002, et des prix d'importation qui ont diminué de 0,3 % en 2003, après - 4,0 % en 2002

² Les statistiques sur le commerce extérieur de marchandises sont établies et diffusées par la direction générale des Douanes et des Droits indirects (DGDDI). Elles sont à la base de la ligne « Biens » de la balance des paiements, des statistiques de la comptabilité nationale sur les échanges extérieurs de biens et des statistiques d'Eurostat sur le commerce extérieur de la France, qui, toutes, diffèrent légèrement des données d'origine, pour des raisons d'ordre méthodologique essentiellement.

Contribution de différentes zones à l'évolution des exportations en valeur de la France et de l'Allemagne en 2003

(en %)

Exportations vers :	France			Allemagne			France avec structure géographique de l'Allemagne
	Poids en 2002	Évolution en 2003	Contribution à l'évolution globale	Poids en 2002	Évolution en 2003	Contribution à l'évolution globale	
Zone euro	49,4	0,0	0,00	42,4	3,6	1,53	0,00
Autres pays de l'UE à 15	12,0	- 6,6	- 0,79	12,1	3,1	0,38	- 0,80
Nouveaux membres de l'UE	4,6	4,0	0,18	10,0	7,6	0,76	0,40
États-Unis	7,8	- 15,7	- 1,22	10,5	- 9,7	- 1,02	- 1,65
Autres zones géographiques	26,1	- 3,7	- 0,97	25,0	- 0,3	- 0,08	- 0,93
Total	100,0	-	- 2,80	100,0	-	1,57	- 2,97

Source : Eurostat

D'après les chiffres publiés par la Banque centrale européenne ou par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), pour la première fois depuis la création de l'Union monétaire, la France aurait obtenu, en 2003, des résultats inférieurs à ceux de ses partenaires, tant en termes de stabilité des prix — avec une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé de 2,4 % en glissement annuel à fin 2003, contre 2,0 % pour l'ensemble de la zone euro — que d'évolution des coûts salariaux — avec une augmentation des coûts salariaux par tête de 2,5 % en France, contre 2,1 % en glissement annuel dans l'ensemble de la zone euro. L'écart est plus important encore sur le plan bilatéral vis-à-vis de l'Allemagne. La hausse des prix et des coûts de la France par comparaison avec ceux de l'Allemagne et des autres pays de la zone euro semble ainsi être, au moins en partie, à l'origine de la dégradation de ses performances à l'exportation. Cette hypothèse n'est toutefois pas corroborée par l'évolution des prix d'exportation, qui ont plus baissé en France qu'en Allemagne depuis trois ans, suggérant que c'est davantage au haut niveau de compétitivité hors prix de ses entreprises, voire à une meilleure spécialisation sectorielle, que l'Allemagne doit d'avoir mieux conservé ses parts de marché que la France.

Échanges de biens

(en milliards d'euros)



Les échanges de services hors voyages

Les variations de sens opposé des recettes (en baisse de 2,7 %) et des dépenses (en hausse de 3,1 %) de services hors voyages se sont traduites par une forte contraction du solde en 2003, à 1,4 milliard d'euros, contre 4,6 milliards l'année précédente. Concernant les transports, les évolutions sont contrastées, avec un nouveau repli des recettes de transport aérien (– 2,8 %), en raison des craintes d'attentats, une diminution des recettes au titre des « autres transports » (– 4,8 %), qui ont pâti du retard dans le développement du programme de nouveaux lanceurs de la société Arianespace et de reports de lancements de satellites, mais, en revanche, une augmentation des dépenses (+ 6,0 %), en liaison avec l'amélioration de la conjoncture du transport routier international. De leur côté, après plusieurs années difficiles pour le pavillon national, les recettes de transport maritime ont crû de 2,3 %, dans un contexte de hausse des coûts de fret et de la demande adressée à la flotte française, liés à la forte croissance des échanges avec les pays d'Extrême-Orient, en particulier avec la Chine.

Par ailleurs, la chute des recettes a été sévère dans plusieurs secteurs, pesant fortement sur les soldes. Il en va ainsi du négoce international, qui a subi l'impact de la dépréciation du dollar (cf. l'encadré 2 ci-après), des services de construction (– 24,4 %), des services financiers (– 19,9 %) et des services d'informatique et d'information (– 12,2 %).

Outre les transports maritimes, une évolution favorable des recettes est observée dans le secteur des assurances (+ 68,7 %), suite à une augmentation des primes collectées et à une réduction de la sinistralité et des indemnités versées à l'étranger dans le cadre des contrats de réassurance, ainsi que dans les services audiovisuels (+ 5,6 %). La France a, de surcroît, réduit de 8,4 % le montant de ses achats de programmes et droits audiovisuels à l'étranger, de sorte que le solde de la ligne s'est redressé de plus de 200 millions d'euros, à – 0,4 milliard.

Échanges de services

(flux et soldes en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Transports	20,1	19,8	19,4	19,2	18,9	19,0	0,9	0,9	0,4
Voyages	33,7	34,2	32,3	20,1	20,6	20,7	13,6	13,6	11,6
Services aux entreprises	22,3	21,9	21,3	18,1	20,3	21,6	4,3	1,6	- 0,3
dont : Négoce	3,9	3,3	2,2	–	–	–	3,9	3,3	2,2
Services d'assurance	1,0	1,1	2,0	0,7	1,6	2,3	0,3	- 0,5	- 0,3
Autres services	12,5	14,0	12,7	11,7	11,4	11,1	0,8	2,5	1,7
Total	89,6	91,0	87,7	69,7	72,9	74,6	19,9	18,2	13,0

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

Les voyages

Depuis quelques années, de nombreux événements ont contrarié l'expansion du tourisme transfrontière, dont le développement, concomitant de celui du commerce international, constitue une tendance structurelle de l'après-guerre. En 2001 et 2002, les flux avaient progressé à un rythme ralenti, les touristes qui renonçaient à effectuer des voyages intercontinentaux se reportant, en grande partie, sur des

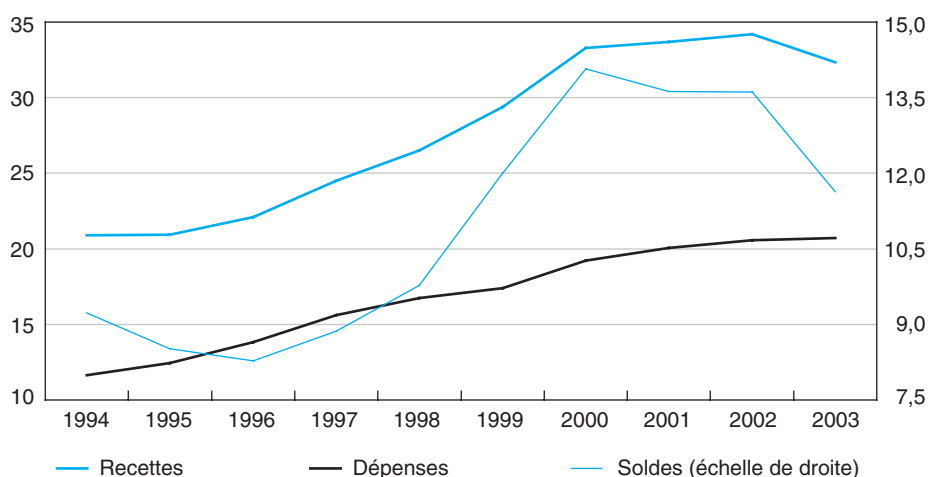
destinations de proximité. En 2003, sous l'effet de la guerre en Irak, de l'épidémie de SRAS et de l'accroissement des risques d'attentats, le nombre d'arrivées aux frontières aurait globalement diminué, de 1,2 % selon l'Organisation mondiale du tourisme, l'Europe de l'Ouest enregistrant pour sa part une diminution de 1,4 %.

La France aurait été plus affectée que la plupart de ses voisins européens, puisque le nombre de touristes ayant passé au moins une nuit sur le territoire hexagonal s'est contracté de 2,6 %, selon le secrétariat d'État au Tourisme, et que le total des nuitées a fléchi de 3,6 %. Au plan géographique, il apparaît que ce sont principalement les touristes originaires de pays extérieurs à la zone euro qui ont fait défaut. Les nuitées de résidents américains et japonais ont ainsi baissé de, respectivement, 19,0 % et 13,6 %. La baisse de fréquentation des touristes en provenance de pays de la zone euro a été plus modérée, mais il n'y a pas eu, comme en 2002, de substitution de visiteurs de la zone euro à des vacanciers d'autres provenances. Seuls les touristes britanniques sont restés quasiment aussi nombreux que l'année précédente, formant désormais le premier contingent de voyageurs, avec une proportion de près de 20 % des nuitées de touristes étrangers en France.

Au total, les recettes de voyages ont diminué de 5,4 % en 2003 (après une hausse de 1,5 % en 2002), tandis que la progression des dépenses ralentissait à 0,6 %, contre 2,6 % en 2002. Le solde s'est établi à 11,6 milliards d'euros, en retrait de 2 milliards par rapport à l'année précédente ³.

Voyages

(en milliards d'euros)



³ Au moment de la rédaction de cet article, aucune information statistique n'était disponible concernant l'évolution des recettes du tourisme international à l'échelle mondiale.

Encadré 1

Les statistiques de voyages dans la balance des paiements

Jusqu'en décembre 2001, les dépenses de voyages de la balance des paiements étaient établies à partir de déclarations sur le change de billets, les transactions réalisées par cartes bancaires, les paiements par chèques, et les transactions des agences de voyages. Depuis janvier 2002, l'introduction de l'euro fiduciaire a rendu caduc le système antérieur : les dépenses faites en espèces par des résidents français dans un pays de la zone euro autre que la France ne sont plus connues, de même que les dépenses effectuées hors de la zone euro si les résidents français se sont procuré des devises en changeant des espèces dans un autre pays de la zone euro.

Les transactions par cartes bancaires continuant à être déclarées par les émetteurs de cartes et le nouveau système n'étant pas achevé, l'estimation du poste « dépenses » a reposé en 2002, pour l'essentiel, sur les déclarations par cartes bancaires.

En 2003, deux enquêtes mensuelles sont venues compléter le dispositif. Une enquête réalisée par téléphone auprès d'un panel de 20 000 citoyens français renseigne les dépenses faites à titre personnel à l'étranger. Une seconde enquête effectuée par internet auprès d'un panel de dirigeants, cadres supérieurs et professions libérales permet de connaître les dépenses faites à l'étranger pour raisons professionnelles.

Le système déclaratif, source exclusive jusqu'en décembre 2001, n'était pas exempt de défauts. Notamment, le change de devises était systématiquement attribué au pays émetteur : un dollar acheté par un résident venait alimenter les dépenses de voyages aux États-Unis, alors qu'il pouvait être acquis en prévision d'un voyage en Amérique du Sud, en Asie ou dans une autre zone géographique. Ce biais dans l'allocation géographique des dépenses est corrigé dans le nouveau système d'enquêtes, les panélistes déclarant directement leurs lieux de voyage et de séjour. C'est pourquoi des évolutions de grande ampleur, mais non significatives, peuvent être constatées dans les ventilations géographiques entre les données issues de l'ancien système, les données transitoires de l'année 2002 et les statistiques issues du nouveau système d'enquêtes. De même, le système déclaratif avait pour défaut de sous-estimer le volume des transactions de voyages, certaines agences de voyages pratiquant la compensation entre elles et ne déclarant que les dépenses ou les recettes nettes après compensation.

Ainsi, les évolutions observées depuis janvier 2002 sur les dépenses de voyages doivent-elles être prises avec précaution, compte tenu des modifications introduites dans le système de collecte de l'information.

S'agissant des recettes de voyages, le système de recueil des informations en vigueur jusqu'en décembre 2001 était identique à celui des dépenses et a également été condamné par l'introduction de l'euro fiduciaire. La mise en place d'un nouveau système s'avère toutefois beaucoup plus complexe que pour les dépenses, en raison notamment du nombre de voyageurs non résidents (plus de 70 millions par an) et de la difficulté de sélectionner des échantillons représentatifs au sein de cette population. Le nouveau système, fondé sur des enquêtes réalisées directement auprès des non-résidents sur le territoire français, est en phase de fiabilisation et les résultats actuels reposent exclusivement sur les déclarations des émetteurs de cartes bancaires. Les derniers résultats publiés, plus encore que ceux relatifs aux dépenses des résidents à l'étranger, doivent donc être considérés avec prudence.

1.2. Les revenus d'investissements et les transferts courants

Les revenus d'investissements directs

Hors bénéfices réinvestis, les revenus d'investissements directs nets connaissent une baisse modérée depuis deux ans, sous l'effet d'un recul des dividendes versés par les filiales étrangères à leurs maisons mères françaises. Une telle évolution apparaît en ligne avec l'appréciation du cours de change de l'euro (cf. encadré 2 ci-après) et avec les tendances de la conjoncture mondiale, sachant que les dividendes distribués par une entreprise au cours d'une année donnée sont fondés sur ses résultats de l'année précédente. Le profil des revenus d'investissements directs a cependant été perturbé par l'inscription de bénéfices réinvestis négatifs, de 9,6 milliards d'euros au titre des investissements directs français à l'étranger et de 4,8 milliards au titre des investissements directs étrangers en France en 2002, en raison, dans les deux cas, des pertes considérables de quelques filiales de grands groupes. L'excédent des revenus d'investissements directs de l'année 2002 est ainsi passé, après prise en compte des résultats des enquêtes sur les stocks d'investissements directs à la fin de l'année 2002 (cf. encadré 3), de 10,1 milliards d'euros, hors bénéfices réinvestis (10,9 milliards en 2001), à 5,3 milliards, bénéfices réinvestis compris (14,2 milliards en 2001). Les pertes constatées en 2002 ayant vraisemblablement un caractère exceptionnel, les estimations provisoires de bénéfices réinvestis pour 2003 (4 milliards d'euros en recettes et 0,1 milliard en dépenses) n'ont pas été modifiées. Au total, le renversement du solde des bénéfices réinvestis entre 2002 et 2003 s'est traduit par une forte remontée des flux et du solde (de 5,3 milliards d'euros à 11,4 milliards) des revenus d'investissements directs.

Les revenus d'investissements de portefeuille

Concernant les revenus d'investissements de portefeuille, deux évolutions essentielles méritent d'être soulignées : d'une part, la forte croissance des flux au cours des trois dernières années, avec des recettes et des dépenses en hausse de, respectivement, 4,9 % et 16,5 % par an entre 2000 et 2003, et, d'autre part, la détérioration rapide du solde, passé d'une situation proche de l'équilibre en 2000 à un déficit de plus de 12 milliards d'euros en 2003.

La croissance des flux peut être mise en rapport avec l'augmentation rapide des flux et des stocks d'investissements de portefeuille transfrontières, notamment avec les pays de l'Union monétaire et le Royaume-Uni, depuis la mise en place de l'euro. La seconde évolution est, *a priori*, plus difficile à expliquer, dans la mesure où les flux comme les stocks d'investissements de portefeuille ont augmenté à des rythmes presque parallèles depuis le début de l'année 2000 et où, dans le même temps, les rendements des titres français et étrangers n'ont pas connu de divergences majeures. Un élément d'explication est la modification de la structure de l'encours des titres français détenus par les non-résidents : alors que les obligations et titres assimilés, catégorie dont les rendements sont les plus élevés, en représentaient moins de 38 % fin 1999, leur part est montée à plus de 61 % fin 2002. Sur la même période, la part des valeurs obligataires dans le stock de titres étrangers détenu par les résidents n'a augmenté que de quelque 10 points.

Malgré la progression de la part des obligations, la hausse relativement marquée du taux de rendement apparent des titres français en 2003 reste surprenante, dans un contexte de baisse générale des taux d'intérêt à long terme depuis quelques années ⁴.

Les autres revenus d'investissements

Le solde des autres revenus d'investissements s'est redressé de 1,5 milliard d'euros, dans un contexte de forte contraction des flux. Les recettes comme les dépenses ont été affectées à la fois par la baisse des taux d'intérêt et par la dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro, ces phénomènes n'ayant pas eu d'incidence notable, toutefois, sur l'évolution du solde, compte tenu du montant équivalent en recettes et en dépenses des intérêts libellés en dollars au sein des autres revenus d'investissements. En revanche, le rééchelonnement par le Club de Paris d'une grande partie des arriérés d'intérêts sur la dette publique du Congo et du Nigeria s'est traduit par une hausse des intérêts inscrits au crédit des administrations publiques résidentes.

Encadré 2

L'impact mécanique de l'évolution du dollar des États-Unis sur les échanges de services et les revenus d'investissements

Hors voyages, environ 39 % des recettes et 33 % des dépenses de services étaient libellées en dollars en 2002, le reste étant, pour l'essentiel, libellé en euros. Indépendamment des gains et pertes de compétitivité résultant des variations de change et de leur effet sur les volumes échangés, la dépréciation du dollar face à l'euro (16,4 % en moyenne annuelle en 2003) a fait chuter de quelque 6,4 % la valeur des recettes en euros et de 5,5 % la valeur des dépenses, toutes choses égales par ailleurs. L'impact négatif sur le solde de l'année 2003 se monte à 1,1 milliard d'euros, dont 0,7 milliard lié au poids inégal du dollar dans les recettes et les dépenses et 0,4 milliard découlant de l'excédent des recettes sur les dépenses.

L'impact sur les revenus d'investissements de portefeuille est plus difficile à déterminer, étant donné l'existence de nombreuses catégories de titres dont les modes de rémunération diffèrent largement. Mais le poids faible et presque identique des revenus reçus ou versés en dollars (respectivement 2,4 milliards de dollars et 2,3 milliards en 2002), conjugué à la montée de l'endettement obligataire en dollars des entreprises résidentes depuis deux ans, permet de penser que la dépréciation du dollar en 2003 n'a eu, contrairement à une opinion répandue, qu'un effet réduit sur les flux et presque nul sur le solde des revenus d'investissements de portefeuille.

Concernant les revenus d'investissements directs, bénéfices réinvestis compris, sachant que les dépenses en dollars sont négligeables, l'impact mécanique de la dépréciation du dollar face à l'euro doit tenir compte de la part des revenus reçus en dollars (21 % en 2002) et de la part des États-Unis dans le stock d'investissements directs français à l'étranger (environ 25 % à fin 2002). En prenant en compte ce double effet, sur les revenus effectivement perçus et sur les bénéfices réinvestis, l'impact de la dépréciation du dollar peut être évalué à 0,7 milliard d'euros, au total, sur le solde des revenus d'investissements directs.

⁴ Le taux de rendement apparent évoqué ici correspond aux revenus d'investissements de portefeuille versés à l'étranger au cours d'une année donnée, rapportés au stock de titres français détenu par les non-résidents, évalué en valeur de marché, à la fin de l'année précédente.

S'agissant des revenus des autres investissements, l'impact de la dépréciation du dollar sur le solde a été très limité et de signe opposé à celui observé pour les services. Compte tenu du léger déficit des intérêts libellés en dollars sur les autres investissements, la dépréciation de la monnaie des États-Unis a, en effet, contribué à réduire d'une dizaine de millions d'euros la contre-valeur en euros de ce déficit. Concernant les flux d'intérêts en dollars, la baisse des taux américains et les mouvements de capitaux sous-jacents expliquent à concurrence de 23 % et 25 % leur contraction en recettes et en dépenses, la baisse du dollar renforçant à, respectivement, 35 % et 37 % leur recul en contre-valeur euro.

Les évaluations faites ici sont limitées à l'impact de la dépréciation du dollar face à l'euro. La prise en compte de l'évolution de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des monnaies utilisées pour le règlement des échanges de services et de revenus, ainsi que des conséquences des mouvements de change sur la compétitivité, déboucherait vraisemblablement sur des évaluations plus élevées.

Les transferts courants

En 2003, les transferts courants nets à destination des non-résidents ont progressé de 1,7 milliard d'euros, à 16,7 milliards, dont les deux tiers au titre des transferts des administrations publiques. Parmi ces derniers, les transferts nets à destination des institutions de l'Union européenne ont augmenté de 0,7 milliard d'euros, à 5,5 milliards, suite à l'augmentation des dépenses inscrites au budget européen. La contribution nette de la France au budget européen, représentant 0,35 % du PIB, reste néanmoins de faible ampleur au regard du poids et du niveau de développement relatifs de la France au sein de l'Union et par comparaison, notamment, avec celle de l'Allemagne. Elle est appelée à augmenter rapidement dans les années à venir, compte tenu des besoins financiers consécutifs à l'élargissement et du plafonnement des retours au titre de la politique agricole commune, qui représentent la quasi-totalité des transferts courants en provenance des institutions communautaires.

1.3. Les transferts en capital

Le compte de capital a présenté un déficit de 7,7 milliards en 2003, en forte hausse par rapport à l'année précédente. Une opération d'abandon de créance d'une entreprise non financière résidente au profit d'une société affiliée explique le déficit de la ligne, alors que les transferts en capital des administrations publiques ont été équilibrés. Les recettes, provenant exclusivement des fonds structurels européens (Fonds européen de développement économique régional – FEDER – et Fonds européen d'orientation et de garantie agricole – FEOGA), ont été compensées par les remises de dettes correspondant au rééchelonnement des intérêts de la dette publique du Congo et du Nigeria évoqué plus haut.

2. Le compte financier

Reflétant la dégradation des soldes du compte courant et du compte de capital, dont il constitue la contrepartie, le compte financier affiche un solde débiteur net de 2,4 milliards d'euros, en forte contraction par rapport aux années précédentes.

Compte financier

	(flux net en milliards d'euros)		
	2001	2002	2003
Investissements directs	- 40,6	- 0,6	- 9,1
Français à l'étranger	- 97,0	- 52,5	- 50,8
Étrangers en France	56,4	52,0	41,6
Investissements de portefeuille	24,0	- 20,2	- 9,3
Avoirs (résidents sur titres émis par des non-résidents)	- 95,0	- 92,5	- 130,7
<i>Actions</i>	- 21,3	- 18,2	- 26,5
<i>Obligations et assimilés</i>	- 62,6	- 60,0	- 78,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	- 11,1	- 14,3	- 26,2
Engagements (non-résidents sur titres émis par des résidents)	119,0	72,3	121,4
<i>Actions et titres d'OPCVM</i>	15,2	- 4,8	14,3
<i>Obligations et assimilés</i>	95,6	76,3	102,6
<i>Instruments du marché monétaire</i>	8,2	0,9	4,5
Produits financiers dérivés	2,8	5,5	- 6,1
Autres investissements (dépôts-crédits)	- 23,4	- 9,6	24,2
Autorités monétaires	- 13,0	- 5,6	2,6
Administrations publiques	1,7	1,1	- 2,9
Institutions financières monétaires	- 5,5	- 3,1	31,1
Autres secteurs	- 6,7	- 2,0	- 6,5
Avoirs de réserve	5,8	4,2	- 2,2
Total	- 31,4	- 20,6	- 2,4

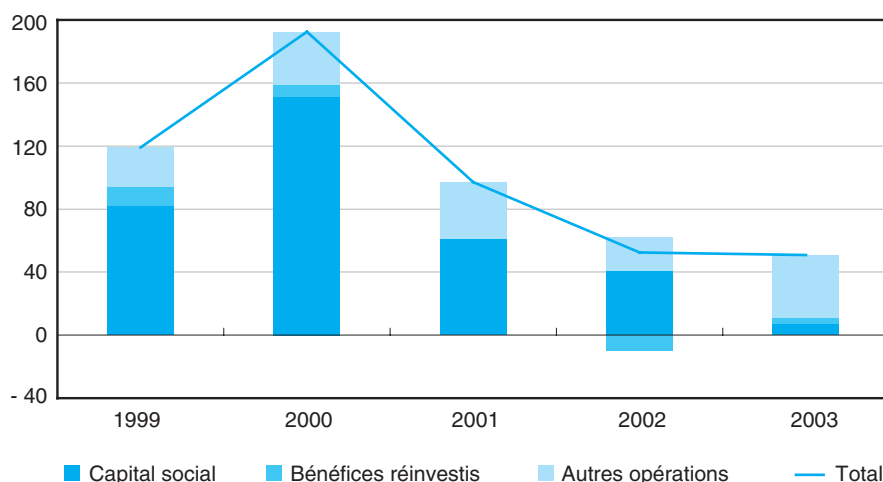
Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements

2.1. Les investissements directs

En 2003, les investissements directs entre la France et l'étranger, caractérisés par un léger repli des investissements français à l'étranger, à 50,8 milliards d'euros, et par une diminution de 19,9 %, à 41,6 milliards, des investissements étrangers en France, ont évolué de façon similaire aux investissements directs des autres pays de l'OCDE. Une telle évolution, que l'on observe depuis deux ans, traduit l'accroissement de la part des pays émergents parmi les destinataires d'investissements internationaux.

Investissements directs français à l'étranger

(en milliards d'euros)

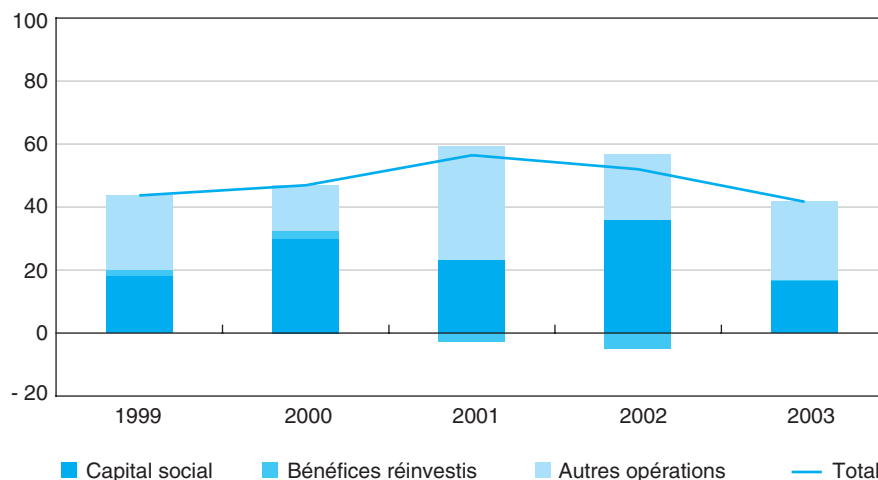


Si les *investissements directs français à l'étranger* se sont presque stabilisés en 2003, leur composition s'est profondément modifiée. Le montant des opérations en capital social a baissé de 82 % par rapport à l'année précédente, à 7,4 milliards d'euros, alors que les « autres opérations », prêts et flux de trésorerie intra-groupes, ont, au contraire, augmenté de 88 %, à 39,4 milliards. Cette intensification des relations financières intra-firmes au détriment des opérations de croissance externe tient, en partie, à une substitution entre les deux catégories d'opérations. En effet, les grands groupes français, disposant d'un large réseau de filiales, sont nombreux désormais à réaliser leurs acquisitions *via* leurs filiales étrangères, les maisons mères résidentes n'intervenant, le cas échéant, que pour financer les acquisitions au moyen de prêts intra-groupes. Illustrant ce changement, les dix premières opérations en capital social n'ont atteint que 10,3 milliards d'euros en 2003 et ont été réglées en numéraire dans leur quasi-totalité, contre 17,3 milliards en 2002 et plus de 100 milliards en 2000, à l'apogée de la phase de fusions-acquisitions internationales, financées essentiellement par échanges de titres.

La chute des opérations en capital social en 2003 tient, en outre, à l'ampleur des cessions de filiales étrangères. Celles-ci se sont élevées à 19,5 milliards d'euros au total, contre 13,9 milliards en 2002. Trois grandes entreprises appartenant aux secteurs des télécommunications et de l'électricité, du gaz et de l'eau ont, à elles seules, réalisé les deux tiers des ventes. Enfin, les bénéfices réinvestis ont été provisoirement estimés à 4 milliards d'euros, alors qu'ils avaient dégagé un solde négatif de 9,6 milliards en 2002, selon les données révisées de la balance des paiements.

Investissements directs étrangers en France

(en milliards d'euros)



S'agissant des *investissements directs étrangers* en France, indicateur parmi d'autres de l'attractivité⁵, les opérations en capital ont également diminué, mais dans une proportion moindre que pour les investissements français à l'étranger (– 54 %, à 16,6 milliards d'euros). Elles ont été soutenues par le niveau élevé des investissements immobiliers, en hausse de 34 %. Si les cessions ont légèrement augmenté par rapport à 2002, notamment sous l'effet d'une opération majeure, c'est

Encadré 3

Révision des bénéfices réinvestis pour les années 2001 et 2002

L'achèvement en mars 2004, avec plusieurs mois d'avance sur le calendrier habituel, 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'alors. Rappelons que les bénéfices réinvestis, qui ne font pas l'objet de déclarations en balance des paiements, ne sont disponibles que quinze à dix-huit mois après la fin de l'année de référence. Auparavant, ils sont estimés sur la base d'un ensemble de données conjoncturelles et donc sujets à de larges révisions. Concernant l'année 2002, l'écart entre estimations et résultats issus des enquêtes a été accru par la dégradation inattendue de l'environnement international, qui a pesé sur les résultats des entreprises.

La révision des bénéfices réinvestis pratiquée en avril dernier a eu un impact important sur le solde des transactions courantes, qui est revenu de 25,7 milliards d'euros à 24 milliards en 2001 et de 24 milliards à 15,4 milliards en 2002. En contrepartie, cette révision a eu pour conséquence, en 2001 et 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). D'autres pays européens, dont l'Allemagne, ont également effectué récemment des corrections de grande ampleur des bénéfices réinvestis pour les années 2001 et 2002.

⁵ Sur le sujet, cf. le dossier « Attractivité » du *Bulletin de la Banque de France* n° 123 de mars 2004

surtout à l'absence d'opérations de grande envergure, à l'exception de l'offre publique d'échange de la société canadienne Alcan Inc. sur Pechiney, que l'on doit la diminution des opérations en capital. En revanche, les bénéfices réinvestis, déficitaires de 4,8 milliards d'euros en 2002 après révision, ont été évalués provisoirement à 120 millions pour 2003 et les « autres opérations » ont progressé de 20 %, à 24,9 milliards, exclusivement en raison d'entrées nettes en provenance de pays de la zone euro, alors que les groupes situés hors de la zone euro ont bénéficié de remboursements nets de leurs filiales résidentes. Au total, la part des investisseurs « extra-zone euro » a décru de 15 points, à 43 % du total, soit 17,8 milliards d'euros, contre 30,2 milliards en 2002.

2.2. Les investissements de portefeuille

Les grands événements politiques, militaires et sociaux, puis le changement des perspectives économiques mondiales à l'approche du second semestre, ont eu une influence déterminante sur les marchés financiers et les flux internationaux de capitaux en 2003. Vers les mois de mars et avril, les indices des principales bourses de valeurs mondiales, en baisse quasi continue depuis la mi-2000, étaient ainsi revenus à des niveaux équivalents à ceux de la première moitié des années quatre-vingt-dix, effaçant presque dix ans de croissance des cours. En outre, les craintes d'une déflation généralisée, partie du Japon et qui gagnerait la Chine et les États-Unis, avaient ramené les rendements à long terme à un niveau oublié depuis les années cinquante. À l'approche du second semestre, cependant, plusieurs signes concordants d'une reprise de l'économie américaine, associés à une accélération de la croissance en Asie, ont entraîné un changement rapide du sentiment des investisseurs et une inversion des évolutions de marché.

Dans ce contexte, les résidents, au premier rang desquels les banques (cf. partie 2.3 ci-après), comme les non-résidents ont fortement augmenté tant leurs opérations sur titres brutes, achats et ventes cumulés (en hausse de, respectivement, 22 % et 12 %) que leurs achats nets de titres (en hausse de, respectivement, 41 % et 68 %). Le solde débiteur des investissements de portefeuille s'est réduit de moitié par rapport à l'année précédente, à - 9,3 milliards d'euros.

En créances, toutes les catégories de titres étrangers ont bénéficié de l'engouement des résidents : les actions et autres titres de participation (+ 46 %, à 26,5 milliards d'euros), les obligations (+ 30 %, à 78 milliards) et les instruments du marché monétaire (+ 83 %, à 26,2 milliards). Pour se prémunir contre les fluctuations de change dans une période de vive appréciation de l'euro, les investisseurs résidents ont logiquement privilégié les valeurs émises dans la zone, y effectuant les trois quarts de leurs achats d'actions et plus de 70 % de leurs acquisitions de titres du marché monétaire. La proportion est certes moins élevée pour les achats d'obligations (63 %), mais, sur l'ensemble des obligations émises par des non-résidents de la zone euro achetées par des résidents français, les deux tiers étaient libellés en euros.

Bien qu'elle soit demeurée en retrait dans le mouvement de reprise de l'économie mondiale, comme les autres pays de la zone euro, la France a également bénéficié d'achats très soutenus de la part des non-résidents à compter du deuxième trimestre. Par rapport à l'année précédente, les achats nets ont augmenté de près de

50 milliards d'euros, à 121,4 milliards. L'appréciation de l'euro, l'augmentation de l'offre de titres, publics et privés, l'évolution des rendements à long terme et la pente de la courbe des taux d'intérêt ont constitué autant de facteurs incitant les investisseurs non résidents à acquérir, en particulier, des valeurs obligataires. Si l'ensemble des pays de la zone euro se sont trouvés dans la même situation favorable, la France s'est placée au premier rang des pays européens, avec des achats d'obligations records de 102,6 milliards d'euros par les non-résidents, devant l'Allemagne (69,2 milliards) et l'Italie (50,8 milliards).

2.3. Les « autres investissements » (dépôts-crédits)

Contrairement aux années 2001 et 2002, caractérisées par un désendettement net de, respectivement, 23,4 milliards d'euros et 9,6 milliards, les « autres investissements » affichent un solde positif de 24,2 milliards en 2003, correspondant à une augmentation des engagements nets vis-à-vis des non-résidents.

Les institutions financières monétaires (IFM), en particulier, se sont endettées à hauteur de 42,1 milliards d'euros auprès de contreparties situées hors de la zone euro et ont effectué, à l'inverse, des prêts nets de 11 milliards à des résidents de la zone, accroissant au total leurs engagements nets de 31,1 milliards, dont les deux tiers en euros. Ce mouvement est à rapprocher des opérations de portefeuille des IFM. Au total, les banques résidentes ont, en effet, acquis pour 64,8 milliards de titres étrangers en 2003, contribuant pour près de 60 %, soit environ 23 milliards d'euros, à l'accroissement des investissements de portefeuille de résidents en titres étrangers par rapport à l'année précédente. Dans le même temps, leur financement externe au moyen d'émissions de titres souscrits par des non-résidents n'a progressé que de quelque 6 milliards d'euros, à 31,6 milliards, faisant apparaître un déséquilibre de 33,2 milliards de leurs opérations sur titres.

Par ailleurs, les administrations publiques ont effectué des prêts nets de 2,9 milliards d'euros en faveur de non-résidents et les créances nettes des autorités monétaires ont diminué de 2,6 milliards. Au sein des « autres secteurs », enfin, les entreprises d'investissement et autres intermédiaires financiers non bancaires, d'une part, les entreprises industrielles et commerciales, d'autre part, ont eu un comportement différent. Les premiers ont accru leurs engagements nets de 4,4 milliards d'euros, les secondes ont enregistré des sorties nettes de 10,9 milliards, dont 3,6 milliards de mises en place ou de remboursements de crédits commerciaux, 6 milliards de placements à l'étranger et 1,3 milliard de remboursements d'emprunts contractés auprès de non-résidents.

La formation de l'Union monétaire européenne a donné lieu, dès l'origine, sur décision des banques centrales de l'Eurosystème, à l'élaboration et à la publication d'une véritable balance des paiements de la zone euro, constituée à partir des échanges entre la zone et l'extérieur. Cette balance est réalisée par la Banque centrale européenne, à partir de contributions statistiques des pays membres.

De façon tout aussi unanime, les banques centrales et les autorités politiques des pays de la zone euro ont jugé nécessaire de conserver des balances des paiements nationales, en dépit de la difficulté de collecter des informations statistiques fondées sur le critère de résidence au sein d'une zone monétaire intégrée. Parmi les nombreuses raisons qui militent pour que l'on continue, malgré la globalisation financière et l'intégration toujours plus poussée des pays membres au sein de la zone euro, à recenser les transactions économiques et financières des pays membres avec l'étranger et, donc, à maintenir des balances nationales, on trouve des raisons institutionnelles, telles que l'appartenance individuelle des pays membres au FMI et à l'OCDE, mais surtout des raisons qui tiennent à l'information statistique unique contenue dans les balances des paiements nationales : le compte du reste du monde de la comptabilité nationale, partie intégrante des comptes nationaux annuels de l'INSEE, est élaboré en grande partie à partir d'éléments du compte de transactions courantes de la balance des paiements française. Les indications sur la compétitivité, l'insertion économique et commerciale, la rentabilité des investissements ou l'attractivité financière que l'on peut tirer de l'observation du compte de transactions courantes et du compte financier sont d'autant plus importantes que la création de la zone euro, qui permet aux investisseurs de s'implanter dans les pays de cette zone sans risque de change, a renforcé la concurrence entre pays membres, à la fois en tant que lieux d'implantation des activités et émetteurs d'actifs financiers.

Annexe

Échanges de services

(flux et soldes en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Services	89,6	91,0	87,7	69,7	72,9	74,6	19,9	18,2	13,0
Transports	20,1	19,8	19,4	19,2	18,9	19,0	0,9	0,9	0,4
<i>maritimes</i>	4,9	4,8	4,9	5,5	5,4	5,4	- 0,7	- 0,6	- 0,5
<i>aériens</i>	8,9	8,8	8,5	8,7	8,0	7,8	0,2	0,7	0,7
<i>autres</i>	6,3	6,3	6,0	4,9	5,5	5,8	1,4	0,8	0,2
Voyages	33,7	34,2	32,3	20,1	20,6	20,7	13,6	13,6	11,6
Services de communication	1,8	2,3	2,3	1,7	1,8	1,8	0,1	0,5	0,5
Services de construction	3,1	3,3	2,5	1,8	1,7	1,2	1,3	1,6	1,3
Services d'assurance	1,0	1,2	1,9	0,7	1,6	2,3	0,3	- 0,5	- 0,3
Services financiers	1,2	1,2	0,9	1,6	1,6	1,7	- 0,4	- 0,5	- 0,8
Services d'informatique et d'information	1,2	1,3	1,1	1,1	1,3	1,1	0,2	0,0	0,0
Redevances et droits de licence	2,9	3,5	3,5	2,1	2,0	2,2	0,8	1,5	1,3
Autres services aux entreprises	22,3	21,9	21,3	18,1	20,3	21,6	4,3	1,6	- 0,3
Négoce international	3,9	3,3	2,2	—	—	—	3,9	3,3	2,2
Autres services commerciaux	1,9	1,8	2,0	2,7	4,3	4,8	- 0,8	- 2,5	- 2,9
Locations	0,6	0,6	0,7	1,2	1,3	1,3	- 0,6	- 0,7	- 0,6
Services divers aux entreprises	16,0	16,2	16,5	14,2	14,7	15,5	1,9	1,5	1,0
Services personnels, culturels et récréatifs	1,6	1,6	1,7	2,3	2,2	2,1	- 0,7	- 0,6	- 0,4
Services audiovisuels et annexes	1,1	1,1	1,1	1,8	1,7	1,6	- 0,7	- 0,6	- 0,4
Autres services personnels	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Services des administrations publiques	0,6	0,9	0,7	1,0	0,8	1,0	- 0,4	0,0	- 0,2

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

Revenus

(flux et soldes en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Revenus	82,9	68,7	78,3	66,1	64,5	71,4	16,7	4,2	6,9
Rémunérations des salariés	9,4	10,2	9,7	1,2	1,4	1,5	8,2	8,8	8,2
Revenus des investissements	73,4	58,5	68,7	64,9	63,1	69,9	8,5	- 4,6	- 1,2
<i>Investissements directs</i>	15,9	5,0	16,5	1,8	- 0,3	5,1	14,2	5,3	11,4
<i>dont : Bénéfices</i>									
<i>réinvestis</i>	0,4	- 9,6	4,0	- 2,8	- 4,8	- 0,1	3,3	- 4,8	3,9
<i>Investissements de portefeuille</i>	30,8	32,0	32,3	34,8	39,8	44,4	- 4,0	- 7,9	- 12,2
<i>Autres</i>	26,7	21,6	19,9	28,3	23,6	20,4	- 1,7	- 2,0	- 0,5

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

La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger

En 2003, la France a connu une diminution significative du solde de sa position extérieure. En valeur de marché, le solde diminue de 20,6 milliards d'euros, revenant de 125,3 milliards en 2002 à 104,7 milliards à fin 2003 (soit 6,7 % du PIB). En valeur comptable, le recul est plus marqué (– 74,7 milliards) puisque le solde s'inverse et revient de 9,4 milliards d'euros en 2002 à – 65,3 milliards (4,2 % du PIB) à fin 2003. Cette évolution reflète, pour l'essentiel, l'impact de la dépréciation des devises sur la valeur des investissements français à l'étranger. Compte tenu du faible niveau du solde cumulé de transactions courantes et du compte de capital en 2003, les flux de balance des paiements n'ont eu qu'un effet très marginal (2,4 milliards d'euros).

Les créances de la France à l'étranger — dont une part importante est libellée dans des devises qui ont sensiblement baissé par rapport à l'euro — se sont nettement dépréciées. En revanche, l'influence du taux de change sur les engagements vis-à-vis des non-résidents, libellés essentiellement en euros, a été de ce fait très limité. Au total, l'évolution des cours de change sur le solde de la position extérieure en valeur de marché (– 67,9 milliards d'euros) a été partiellement compensée par l'effet positif des variations des cours boursiers (44,9 milliards).

Au sein des investissements directs, les prêts entre affiliés et les investissements immobiliers des étrangers en France continuent de progresser fortement. Les investissements de portefeuille connaissent des évolutions très dynamiques : les résidents procèdent à des achats record, tandis que les acquisitions nettes d'obligations françaises par les non-résidents atteignent un niveau exceptionnellement élevé, leur retour sur le compartiment des actions traduisant, par ailleurs, un intérêt marqué pour le marché français.

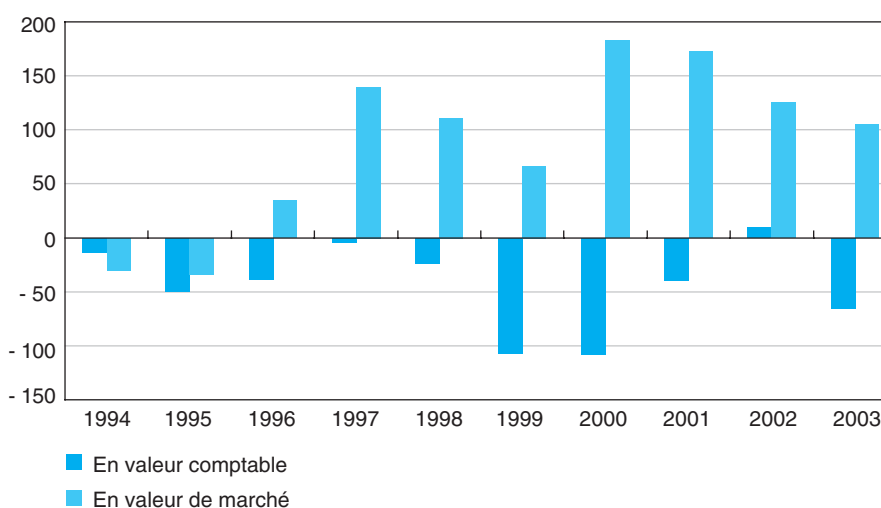
Pôle position extérieure
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. L'évolution de l'euro et des cours de bourse explique l'essentiel de la réduction du solde de la position extérieure

À fin 2003, le solde de la position extérieure s'établit à – 65,3 milliards d'euros, après 9,4 milliards d'euros à fin 2002, avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable, et à 104,7 milliards, après 125,3 milliards, s'ils sont valorisés au prix de marché. L'écart entre ces deux évaluations tient au mode de valorisation des capitaux propres dans les stocks d'investissements directs.

Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



La baisse du solde n'est que marginalement expliquée par l'évolution des flux financiers avec l'étranger, dans la mesure où ceux-ci sont quasiment à l'équilibre : en effet, les flux sortants des autres investissements compensent globalement les flux entrants des investissements directs, de portefeuille et de produits financiers dérivés.

En revanche, les modifications des prix des actifs financiers ont eu un impact important sur la baisse du solde de la position extérieure.

Ainsi, l'appréciation de l'euro par rapport aux devises étrangères est à l'origine d'une baisse de 67,9 milliards d'euros du solde, dont 50 milliards au titre des investissements directs et seulement 7 milliards à celui des investissements de portefeuille.

En effet, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents est composé à 80 % de titres émis en euros, alors que les investissements directs français à l'étranger sont pour près de moitié réalisés en devises ¹.

¹ Les calculs sont décrits dans l'encadré.

À l'inverse, l'effet de l'évolution des cours de bourse est évalué à 44,9 milliards d'euros et résulte de l'appréciation de la position créditrice en investissements directs, à hauteur de 71,5 milliards, partiellement compensée par un effet négatif sur la position débitrice en investissements de portefeuille, de – 26,6 milliards.

Position extérieure de la France (net)

	(montants en milliards d'euros)			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Investissements directs				
<i>En valeur comptable</i>	242,3	190,3	166,8	- 23,5
<i>En valeur de marché</i>	455,3	306,2	336,8	30,6
Investissements de portefeuille	- 302,1	- 184,5	- 208,8	- 24,3
Produits financiers dérivés	5,7	- 4,1	- 7,1	- 3,0
Autres investissements	- 52,5	- 51,1	- 72,2	- 21,1
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	- 2,8
Solde de la position extérieure				
Avec les investissements directs en valeur comptable	- 39,9	9,4	- 65,3	- 74,7
% du PIB	2,7	0,6	4,2	–
Avec les investissements directs en valeur de marché	173,1	125,3	104,7	- 20,6
% du PIB	11,7	8,2	6,7	–

**Mise en évidence des effets « change »
et « bourse » dans la position extérieure en 2003**

La position extérieure de la France évolue, entre deux périodes, à la fois en fonction de son besoin ou de sa capacité de financement, c'est-à-dire du solde de ses flux financiers nets vis-à-vis de l'étranger, mais également en fonction de l'appréciation ou de la dépréciation de ses créances et de ses dettes financières : ces gains ou pertes de valeur proviennent à la fois de l'évolution du cours de change de l'euro vis-à-vis des autres devises, des variations de cours de bourse et des gains ou pertes en capital.

Pour les investissements directs et les investissements de portefeuille, l'impact des effets de valorisation est évalué en utilisant des indices fournis par les comptes nationaux. Ceux-ci combinant à la fois l'effet « change » et l'effet « bourse », nous présentons une décomposition de ces deux effets.

Ainsi, le tableau ci-dessous présente, pour la première fois, les résultats d'une estimation :

- des effets dus aux variations de change, d'une part,
- des effets de l'évolution des cours des principales bourses françaises et étrangères, d'autre part,

sur les prix des actifs et des passifs financiers de la position extérieure en 2003.

La décomposition des effets de change et de bourse ne prend pas en compte l'éventuelle interaction entre mouvement du taux de change et mouvement du cours relatif des bourses. Sans dépréciation du dollar des États-Unis en 2003, le gain relatif de l'indice boursier américain par rapport à l'indice français aurait été vraisemblablement plus faible. Dans nos calculs, à taux de change stable, les évolutions des indices boursiers sont les évolutions observées.

Évolution de la position extérieure de la France

avec estimation des investissements directs en valeur de marché

(montants en milliards d'euros)

	Stocks à fin 2002 (a)	Flux de balance des paiements 2003 (a)	Variations dues aux cours de change	Variations dues aux cours de bourse	Stocks à fin 2003
Investissements directs	306,2	9,1	- 50,0	71,5	336,8
Français à l'étranger	815,5	50,8	- 50,0	113,3	929,6
Étrangers en France	- 509,4	- 41,6	0,0	- 41,8	- 592,7
Investissements de portefeuille	- 184,5	9,3	- 7,0	- 26,6	- 208,8
Titres étrangers	840,0	130,7	- 14,8	33,2	989,1
Titres français	- 1 024,5	- 121,4	7,8	- 59,8	- 1 197,9
Produits financiers dérivés (net)	- 4,0	6,1	- 9,1	0,0	- 7,1
Autres investissements (hors avoirs de réserve)	- 51,1	- 24,2	3,2	0,0	- 72,2
Avoirs de réserve (b)	58,8	2,2	5,0	nd	56,0
Solde position extérieure	125,3	2,4	- 67,9	44,9	104,7

(a) En signe de position :

- sans signe : augmentation des créances ou diminution des engagements
- signe (-) : diminution des créances ou augmentation des engagements

(b) Le montant global est affecté par convention aux variations dues aux cours de change.

2. Une évolution divergente des positions nettes des investissements directs selon la méthode de valorisation

2.1. Progression des stocks plus forte en valeur de marché qu'en valeur comptable

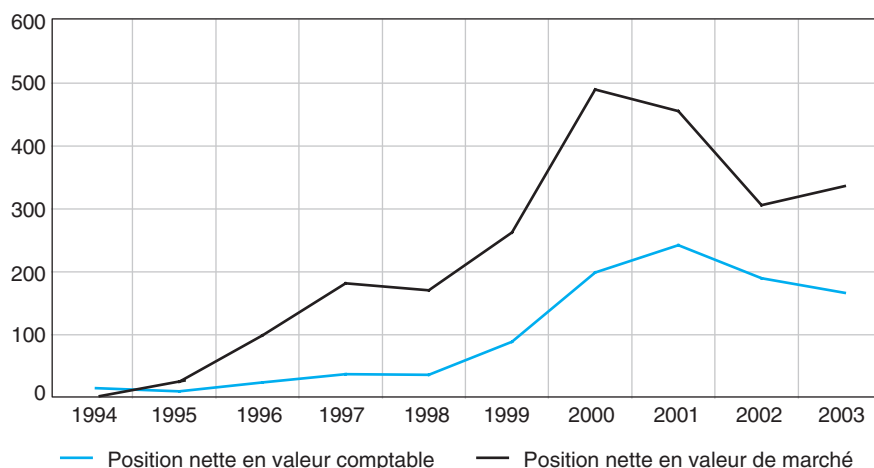
Le stock d'investissements directs français à l'étranger s'accroît à fin 2003 très légèrement, de 2,2 %, après - 3,2 % en 2002, s'élevant en valeur comptable à 571,3 milliards d'euros à fin 2003. En effet, la dépréciation des principales devises par rapport à l'euro a largement minoré la progression des stocks d'investissements directs français à l'étranger, dont 58 % des capitaux propres et 24 % des prêts entre affiliés sont libellés en devises.

En revanche, les investissements directs étrangers en France sont essentiellement libellés en euros. Seulement 12 % des autres opérations, soit moins de 5 % du stock total, sont exprimés en devises : au total, les investissements directs étrangers en France progressent de 9,7 % en 2003, à 404,5 milliards d'euros.

Au total, pour la deuxième année consécutive, la position nette des investissements directs en valeur comptable connaît une baisse importante de 12,4 %, après - 21,5 % en 2002, s'établissant à 166,8 milliards d'euros à fin 2003, soit un peu plus de 10 % du PIB.

Positions nettes des investissements directs

(en milliards d'euros)



À l'inverse, la position nette des investissements directs en valeur de marché s'accroît de 10 %, à 336,8 milliards d'euros.

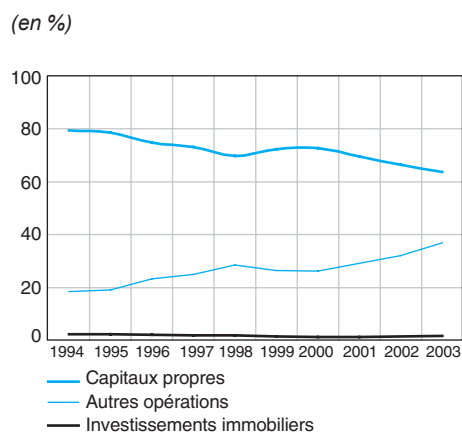
Le stock d'investissements directs français à l'étranger en valeur de marché augmente de 114,1 milliards d'euros par rapport à fin 2002 (+ 14,0 %) ; dans le même temps, le stock d'investissements directs étrangers en France progresse de 83,3 milliards d'euros sur un an (+ 16,4 %).

2.2. Part croissante des prêts entre affiliés

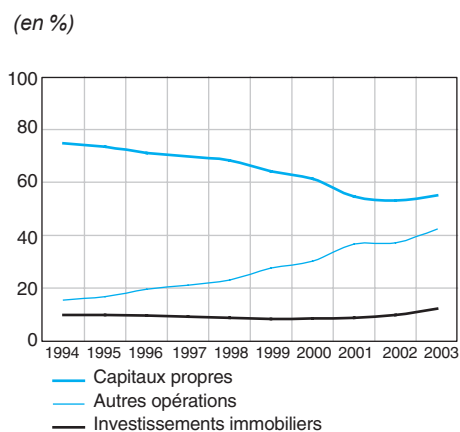
En 2003, la part des prêts entre affiliés continue de croître rapidement, quel que soit le sens de l'opération. En effet, elle a augmenté de, respectivement, 15,1 % et 14,0 % s'agissant des investissements directs français à l'étranger et des étrangers en France. Ainsi, depuis dix ans, elle a doublé et avoisine 40 % du total du stock d'investissements directs.

Par ailleurs, du côté des investissements étrangers en France, la part des capitaux propres, en dépit d'une légère reprise en 2003, est désormais proche de celle des prêts entre affiliés. Ainsi, les opérations d'investissements directs en France passent principalement par la mise en place de financements effectués par des maisons mères étrangères auprès de leurs filiales françaises, afin que celles-ci réalisent elles-mêmes la prise de participation.

Structure des investissements directs français à l'étranger
En valeur comptable



Structure des investissements directs étrangers en France
En valeur comptable



En outre, les stocks de capitaux propres évoluent différemment selon le sens de l'opération. Les investissements directs français à l'étranger, composés de capitaux propres, diminuent de 4,2 % en 2003 et de 11,6 % sur deux ans, s'établissant à 356 milliards d'euros, alors que, du côté des investissements directs étrangers en France, la part investie en capitaux propres augmente de 3,8 %, à 203,4 milliards.

2.3. Forte augmentation des investissements immobiliers en France

Les investissements immobiliers effectués par les étrangers en France continuent d'être particulièrement dynamiques : le stock progresse de 25,8 % en 2003, après 23,5 % en 2002, et représente une part croissante des investissements étrangers en France (11,1 % en 2003, après 9,7 %). En revanche, les investissements immobiliers des français à l'étranger restent très modestes (1,7 % du total), bien que les stocks connaissent une progression significative (11,9 %).

Stocks des investissements directs en valeur comptable

	<i>(montants en milliards d'euros)</i>			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Investissements directs français				
à l'étranger	577,4	558,9	571,3	12,4
Capitaux propres	402,5	371,7	356,0	- 15,7
Autres opérations	167,8	178,8	205,9	27,1
Investissements immobiliers	7,1	8,4	9,4	1,0
Investissements directs étrangers				
en France	- 335,1	- 368,6	- 404,5	- 35,9
Capitaux propres	- 183,3	- 195,9	- 203,4	- 7,5
Autres opérations	- 122,9	- 137,0	- 156,2	- 19,2
Investissements immobiliers	- 28,9	- 35,7	- 44,9	- 9,2
Position des investissements directs	242,3	190,3	166,8	- 23,5

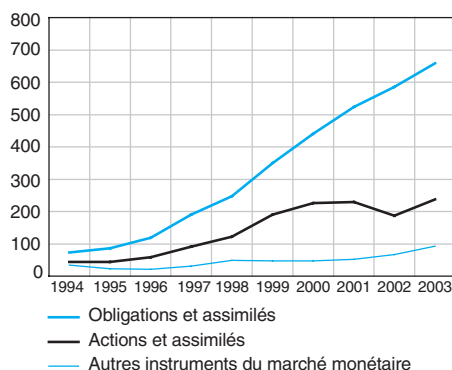
3. Dynamisme des investissements de portefeuille

À fin 2003, la position débitrice de la France vis-à-vis de l'étranger pour les investissements de portefeuille s'est accentuée. Ses engagements nets s'établissent à 208,8 milliards d'euros, après une baisse en 2002 (à 184,5 milliards), sans toutefois retrouver le niveau de 2001 (302,1 milliards).

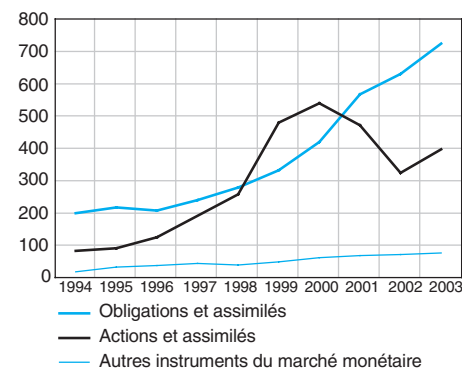
La progression du stock de titres français détenus par les non-résidents (173,4 milliards d'euros) a été plus marquée que celle du stock de titres étrangers détenus par les résidents (149,1 milliards). Les effets cumulés de l'appréciation de l'euro et des marchés boursiers internationaux ont conduit à accroître la position nette débitrice de 33,6 milliards d'euros. Cette évolution n'a été que partiellement compensée par les flux nets de balance des paiements, à hauteur de 9,3 milliards d'euros (cf. encadré).

**Titres étrangers détenus
par les résidents
ventilés par natures d'instruments**

(en milliards d'euros)


**Titres français détenus
par les non-résidents
ventilés par natures d'instruments**

(en milliards d'euros)



3.1. Progression continue des portefeuilles des résidents en titres étrangers

Les créances des résidents en titres étrangers ont progressé de 17,8 % en 2003, à 989,1 milliards d'euros, contre 839,9 milliards en 2002, confirmant la tendance observée depuis plusieurs années.

Le stock d'actions, hors titres d'OPVCM, a augmenté de 44,6 milliards d'euros, soit + 30,7 % d'une année à l'autre, grâce à des achats par les résidents, pour 23,7 milliards, et à la hausse des cours sur les marchés financiers internationaux, pour 20,9 milliards. Au total, les effets cumulés du change et des cours de bourse sur la valeur du stock d'actions étrangères détenues par les résidents peuvent être estimés à 14 %.

Toutefois, la catégorie d'instruments la plus importante détenue par les résidents demeure les obligations et assimilés, dont les stocks ont progressé de 12,5 % en 2003, après 11,6 % en 2002, pour s'établir à 658,1 milliards d'euros en fin d'année. La structure du portefeuille des résidents en valeurs étrangères se décompose ainsi : 66,5 % en obligations et assimilées, 24 % en actions et parts d'OPCVM et 9,5 % en instruments du marché monétaire.

3.2. Niveau record des acquisitions nettes d'obligations françaises par les non-résidents et retour sur les actions françaises

Le portefeuille des non-résidents en titres français a progressé de 16,9 % en 2003, s'établissant à 1 197,9 milliards d'euros, contre 1 024,5 milliards à fin 2002.

Comme l'indique l'encadré, la hausse des cours des valeurs françaises contribue pour 59,8 milliards d'euros à l'augmentation de la valeur du portefeuille des non-résidents en titres français. *A contrario*, l'impact de l'appréciation de l'euro face aux principales devises est évalué à - 7,8 milliards d'euros et porte uniquement sur les obligations émises à l'international.

La hausse du portefeuille est d'abord liée à l'accroissement du stock d'obligations (94,7 milliards d'euros). Les non-résidents ont, en effet, effectué des achats records de 102,6 milliards d'euros en 2003, en liaison notamment avec des conditions de marché particulièrement favorables : le niveau des taux d'intérêt a incité les grands émetteurs privés à revenir sur le marché primaire et l'offre des titres d'État a été abondante. Globalement, les non-résidents ont augmenté leur part en titres d'État et détiennent, désormais, 42 % de la dette publique négociable (+ 2 points en 2003). Le taux de détention varie assez fortement selon le type d'instrument : 61 % pour les BTAN, 51 % pour les BTF et 35 % pour les OAT.

La hausse du stock d'actions (hors titres d'OPCVM) détenues par les non-résidents est importante en 2003. Elle s'élève à 65,5 milliards d'euros (+ 22,2 %) et résulte essentiellement de la hausse des cours. En effet, les non-résidents ont effectué des achats nets, à hauteur de 7,6 milliards d'euros, alors que, en 2002, ils avaient réalisé des ventes, pour 11,5 milliards.

Globalement, les parts des obligations et assimilés, des actions (et titres d'OPCVM) et des instruments du marché monétaire au sein du portefeuille détenu par les non-résidents restent stables en 2003, à hauteur de, respectivement, 60,4 %, 33,2 % et 6,4 %.

Stocks des investissements de portefeuille par natures d'instruments

	(montants en milliards d'euros)			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Résidents sur titres étrangers	806,0	840,0	989,1	149,1
Actions et titres d'OPCVM	228,9	187,7	237,7	50,0
<i>Actions</i>	193,1	145,4	190,0	44,6
<i>Titres d'OPCVM</i>	35,8	42,3	47,7	5,4
Titres de dette à plus d'un an	524,4	585,2	658,1	72,9
<i>Obligations</i>	359,2	394,0	448,3	54,2
<i>Autres (EMTN...)</i>	165,2	191,1	209,8	18,7
Titres de dette à moins d'un an	52,7	67,1	93,2	26,1
<i>Bons du Trésor à moins d'un an</i>	8,1	8,8	10,1	1,3
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	44,6	58,3	83,1	24,8
Non-résidents sur titres français	- 1 108,1	- 1 024,5	- 1 197,9	- 173,4
Actions et titres d'OPCVM	- 472,0	- 323,4	- 397,6	- 74,2
<i>Actions</i>	- 448,0	- 294,5	- 360,0	- 65,5
<i>Titres d'OPCVM</i>	- 24,0	- 28,9	- 37,6	- 8,7
Titres de dette à plus d'un an	- 567,3	- 629,4	- 724,1	- 94,7
<i>OAT</i>	- 145,9	- 173,8	- 197,2	- 23,4
<i>BTAN</i>	- 89,7	- 97,6	- 105,1	- 7,5
<i>Autres (BMTN, EMTN...)</i>	- 331,7	- 358,0	- 421,8	- 63,8
Titres de dette à moins d'un an	- 68,8	- 71,7	- 76,2	- 4,5
<i>Bons du Trésor à moins d'un an</i>	- 32,0	- 45,8	- 56,0	- 10,2
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	- 36,8	- 25,9	- 20,2	5,7
Position-titres	- 302,1	- 184,5	- 208,8	- 24,3

4. Accroissement de la position débitrice sur les « autres investissements » (dépôts-crédits)

En 2003, le solde débiteur de la position des « autres investissements » s'accroît assez fortement. En effet, il s'établit à – 72,2 milliards d'euros, contre – 51,1 milliards en 2002.

L'évolution du solde résulte essentiellement de l'accroissement des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM), passés de – 114,9 milliards d'euros en décembre 2002 à – 131,6 milliards en décembre 2003. La position nette emprunteuse des IFM est à mettre en regard de leurs achats importants de titres étrangers, qui représentent près de la moitié des achats totaux.

La position relative aux opérations de dépôts et de prêts des « autres secteurs »² évolue peu en 2003 : elle représente un solde créditeur de 10 milliards d'euros, après 9,5 milliards en 2002. La stabilité relative du solde reflète toutefois des comportements opposés au sein de ce secteur : ainsi, les institutions financières « non monétaires », constituées notamment des entreprises d'investissement, ont — comme les IFM — augmenté leur position emprunteuse vis-à-vis de l'étranger, de 4,4 milliards d'euros. À l'inverse, les entreprises industrielles et commerciales ont effectué des remboursements nets de leurs engagements vis-à-vis de non-résidents (1,3 milliards d'euros) et ont simultanément procédé à des placements à l'étranger (6 milliards).

Ventilation par secteurs des « autres investissements »

	<i>(montants en milliards d'euros)</i>			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Créances	732,3	737,2	707,6	- 29,6
Autorités monétaires	31,7	35,6	34,6	- 1,0
Administrations publiques	29,8	27,9	29,0	1,1
Institutions financières monétaires	514,2	516,4	491,6	- 24,8
Autres secteurs	156,6	157,3	152,4	- 4,9
Engagements	- 784,8	- 788,3	- 779,8	8,5
Autorités monétaires	- 3,8	- 2,1	- 3,5	- 1,4
Administrations publiques	- 19,3	- 19,5	- 18,8	0,7
Institutions financières monétaires	- 622,1	- 631,3	- 623,2	8,1
Autres secteurs	- 139,6	- 135,4	- 134,3	1,1
Position des « autres investissements »	- 52,5	- 51,1	- 72,2	- 21,1

² C'est-à-dire des entreprises, des entreprises d'investissement, des OPCVM non monétaires, des assurances, des entreprises industrielles et commerciales et des ménages

Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003

Avec près de 96 milliards d'euros de crédits nouveaux à l'habitat distribués, l'année 2003 marque une nouvelle étape dans le cycle de hausse débuté en 1996.

Les marchés de l'immobilier résidentiel ont démenti les craintes de retournement qui pouvaient être formulées en début d'année dernière. La vigueur de la demande de logements, l'insuffisance de l'offre locative, l'attractivité des taux d'intérêt, qui ont connu en moyenne une nouvelle baisse, ont continué de soutenir les transactions et les mises en force de crédits, malgré la poursuite de la hausse des prix.

La structure de la production de crédits à l'habitat est restée stable. Le recours aux prêts libres s'est encore un peu accru, compte tenu de la compétitivité des taux de ces produits par rapport aux prêts réglementés. Le partage des opérations entre neuf et ancien n'a pas évolué, malgré l'augmentation des transactions dans le neuf, compte tenu de la forte hausse du prix de l'ancien.

Bruno RIZZARDO
Direction de la Conjoncture
Service d'Études des secteurs de l'industrie et de l'agriculture

1. Le cycle haussier commencé en 1996 en matière de crédits à l'habitat s'est poursuivi en 2003

Crédits mis en force consentis aux ménages

(données brutes exprimées en millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003
Total des prêts non aidés	68 529	61 970	64 573	76 863	94 306
Prêts conventionnés	6 673	6 315	6 042	8 430	8 921
Prêts d'épargne-logement	3 193	4 157	5 095	4 285	3 204
Prêts libres	58 663	51 498	53 436	64 149	82 181
Total des prêts aidés (a)	1 818	1 762	1 609	1 611	1 512
Prêts à l'accession à la propriété	1	0	0	0	0
Prêts à taux zéro	1 817	1 762	1 609	1 611	1 512
Total général	70 347	63 732	66 182	78 474	95 818

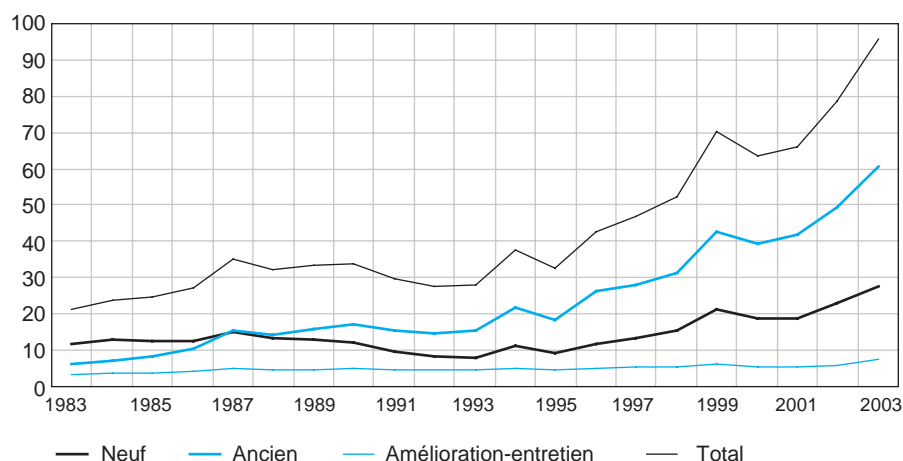
(a) Sources : Crédit foncier de France (CFF), Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale (SGFGAS)

Source et réalisation : Banque de France – Direction de la Conjoncture – SESIA

En dépit des craintes liées au niveau élevé des prix et au ralentissement économique, la croissance des flux de crédits nouveaux à l'habitat s'est encore accélérée en 2003 (+ 22 %, après + 19 % en 2002). Le volume des mises en force atteint un niveau sans précédent, après huit années de hausse ininterrompue depuis 1996 (si l'on exclut l'année 2000, où un recul avait été enregistré, avec la fin annoncée de l'amortissement « Périssol » en 1999). Comparativement au dernier point bas de 1995, la production a presque triplé (+ 195 %).

Production de crédits nouveaux à l'habitat

(en milliards d'euros)



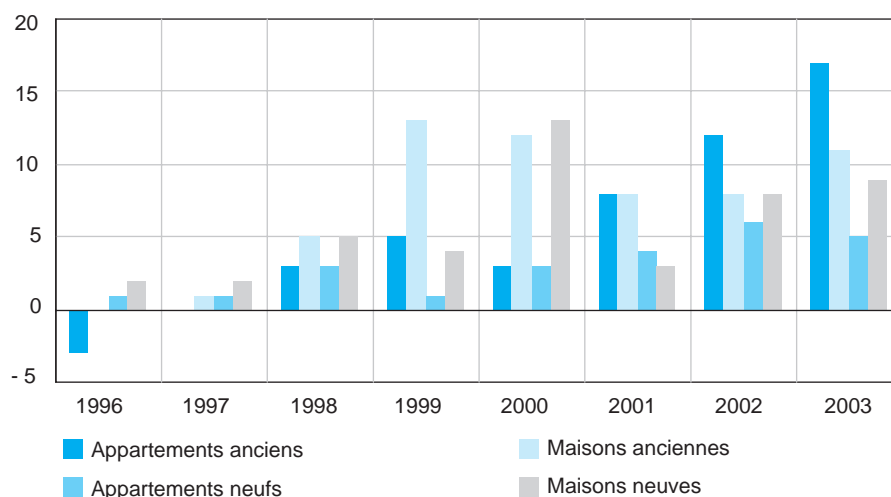
Sources : Banque de France, CFF et SGFGAS

Les tensions sur le marché locatif (insuffisance de l'offre locative, niveau des loyers) et, surtout, le contexte financier particulièrement favorable (conditions d'emprunt très attractives tout au long de l'année 2003, incitation fiscale nouvelle par le biais du dispositif d'amortissement de l'investissement locatif « Robien »¹) ont conduit à un surcroît de ventes dans le neuf et au maintien d'un haut niveau de transactions dans l'ancien.

1.1. La hausse des prix a largement participé au développement du crédit

L'accroissement des crédits distribués a été nettement soutenu par un effet prix dans le neuf et, surtout, dans l'ancien.

Variations annuelles des prix dans l'ancien et le neuf (France entière)

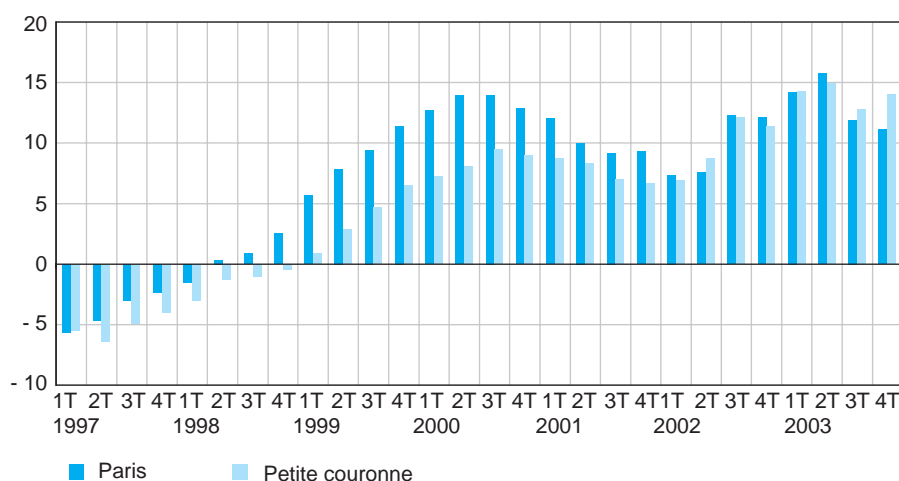


Sources : Fédération nationale des agents immobiliers, ministère de l'Équipement

Dans l'ancien, selon la Fédération nationale des agents immobiliers (FNAIM), pour la France entière, le renchérissement déjà sensible observé en 2002 s'est encore accentué en 2003, les prix des appartements augmentant de 17 % (12 % en 2002) et ceux des maisons de 11 % (8 % en 2002). Après six années de hausse continue, les valeurs moyennes s'inscrivent, par rapport à celles de l'année 1997 qui clôturait une période de relative stabilité en la matière, en progression de 69 %, tous biens confondus (56 % pour les appartements et 73 % pour les maisons).

¹ Mis en place le 3 avril 2003, en remplacement du dispositif « Besson » (1999), qui lui-même succédait au « Périssol », appliqué de 1996 à 1999.

Variations annuelles des prix des appartements anciens à Paris et en petite couronne



Source : INSEE – Notaires

Dans le neuf, la hausse des prix est, selon le ministère de l'Équipement, restée assez élevée en 2003 : 9 % pour les maisons (8 % en 2002) et 5 % pour les appartements (6 % en 2002).

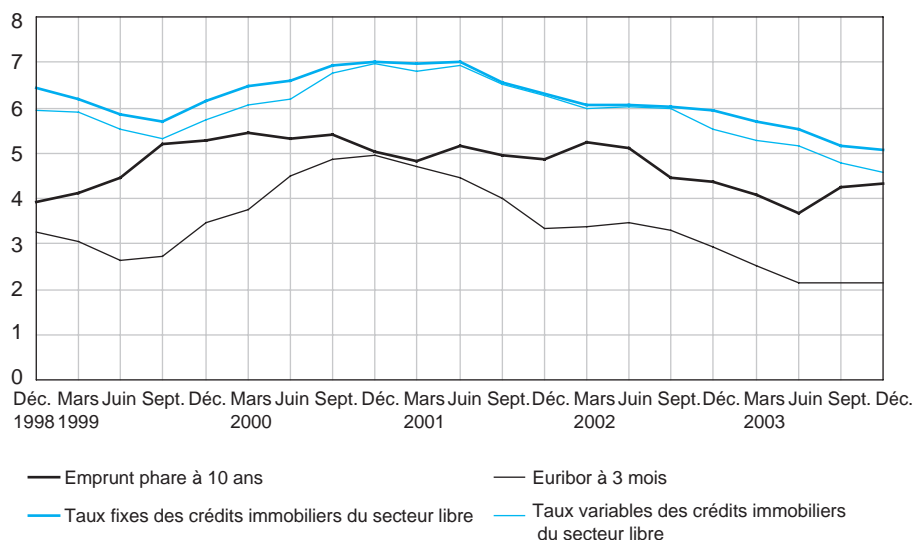
Dans l'amélioration-entretien du logement, le rythme de progression des prix est demeuré stable. Selon l'indice IPEA élaboré par le ministère de l'Équipement, une augmentation annuelle de 3,2 % a été enregistrée, après 3,4 % en 2002.

1.2. Les taux d'intérêt, maintenus à un niveau historiquement bas, ont continué de favoriser l'investissement des ménages

En dépit des tensions enregistrées au second semestre sur les marchés de capitaux, le taux de l'emprunt phare à 10 ans et l'Euribor à 3 mois sont restés, en moyenne, proches de leurs niveaux de 2002. Les taux d'intérêt des crédits immobiliers du secteur libre ont continué de baisser, les taux fixes perdant 87 points de base entre le quatrième trimestre 2003 et le quatrième trimestre 2002, pour se situer à 4,34 % en fin d'année. Les taux variables, qui représenteraient un peu moins de 20 % de l'offre de crédit, ont diminué de 96 points de base, pour revenir à 4,58 %. Néanmoins, compte tenu du renchérissement général des biens, cette baisse des taux, conjuguée à un allongement des durées d'emprunt, a eu un effet de stimulation plus limité que les années passées et les ménages ont été contraints de relever leur taux d'effort. Le ratio des encours de crédits à l'habitat sur le revenu disponible (37,9 %) ressort à un niveau relativement élevé, supérieur de presque 5 points aux taux observés au début des années quatre-vingt-dix.

Taux des crédits

(en %)



Source : Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles

2. La répartition des financements n'est pas fondamentalement modifiée

2.1. Stabilité de la structure des mises en force par marchés

Malgré des divergences en termes de nombre de ventes, les parts de marché entre neuf, ancien et travaux sont restées quasiment stables, l'effet de la hausse des prix dans l'ancien compensant, dans ce secteur, le tassement des commercialisations.

Le bilan 2003 des ventes de logements neufs a été très positif. Plus de 103 000 logements ont été vendus, soit une hausse de 21 % par rapport à 2002, grâce notamment au succès de l'investissement locatif (plus de 50 % des ventes sur l'année). La distribution de crédits pour ce segment a augmenté de 19 % et a représenté un peu moins de 29 % du total.

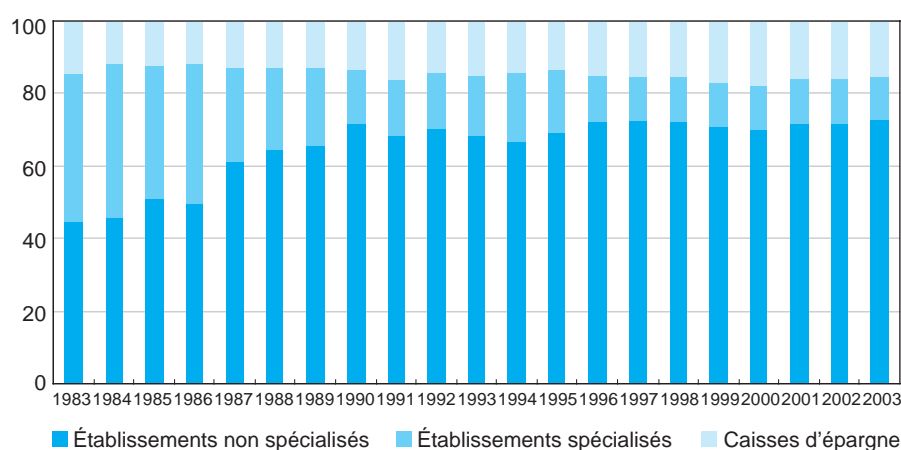
Dans l'ancien, le marché a semblé entrer dans une phase de stabilisation, après sept années de hausse. Malgré une légère baisse de l'activité (– 1,8 % pour 615 800 transactions), le bilan annuel est resté très positif. Entraînées par un effet prix, les mises en force de crédits ont augmenté de 23 %. Elles ont mobilisé 63 % du total de la production.

L'amélioration-entretien du logement a continué de bénéficier de la vigueur du marché de l'ancien et du taux réduit de TVA. La progression de la production enregistrée en 2002 s'est amplifiée (+ 25,0 % en 2003, après + 12,6 %). La part de marché du segment (8,0 %) n'a pas varié.

2.2. Les établissements généralistes maintiennent leur position dominante

En gagnant 1 % de part de marché (73 %, contre 72 % en 2002), les établissements généralistes consolident leur position. Les caisses d'épargne, qui perdent un demi-point (15,3 %, contre 15,8 % en 2002), poursuivent leur repli progressif, après avoir culminé à 17 %-18 % dans les années 1999-2000. La part des établissements spécialisés dans le financement du logement reste dans la fourchette observée depuis la banalisation de la distribution des prêts aidés, entre 12 % et 13 %.

Répartition de la production de crédits à l'habitat par groupes distributeurs



Sources : Banque de France, CFF, SGFGAS

2.3. Les prêts du secteur libre, plus compétitifs, continuent de se développer

Les mises en force de prêts libres ont conservé leur dynamisme : + 28 % en 2003 par rapport à 2002, grâce à la compétitivité des taux proposés (TEG moyens annuels de 5,37 % pour les prêts à taux fixe et de 4,96 % pour les prêts à taux variable). Elles ont représenté 86 % de la production, contre 82 % en 2002.

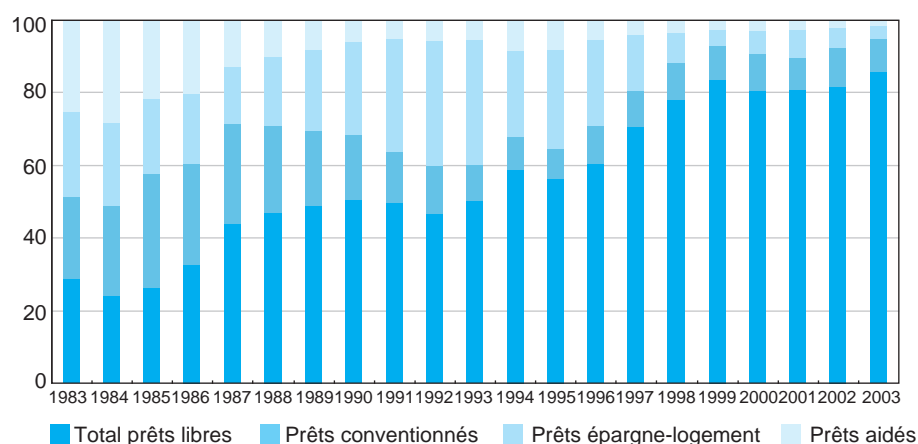
Le recours aux prêts d'épargne-logement (PEL) a de nouveau diminué (– 25 % par rapport à 2002), la part des PEL au sein de la production totale descendant à 3 %, contre plus de 5 % en 2002.

Malgré une hausse des mises en force de près de 6 %, la part des prêts conventionnés a fléchi (9 %, contre près de 11 % en 2002).

Avec 1,5 milliard d'euros, la distribution de prêts aidés a encore baissé de 6,0 % et sa part de marché est tombée à 1,6 %, contre 2,1 % en 2002. Elle a suivi une tendance nettement baissière sur les vingt dernières années, confortée par la réduction progressive observée récemment en ce qui concerne la distribution du prêt à taux zéro.

Répartition de la production de crédits à l'habitat par types de prêts

(en %)



Sources : Banque de France, CFF, SGFGAS

Au vu des résultats observés sur les marchés de l'immobilier résidentiel au cours des premiers mois de 2004, la production de crédits nouveaux à l'habitat devrait se maintenir à un haut niveau au premier semestre de cette année. Les ventes de logements neufs continuent de progresser, tandis que les prix restent orientés à la hausse, en raison notamment de la rareté du foncier disponible. Dans l'ancien, le nombre de transactions tend à diminuer légèrement, mais les prix continuent d'augmenter, ce qui devrait soutenir les mises en force de crédits correspondants. Dans l'amélioration-entretien du logement, l'activité est restée satisfaisante au premier trimestre. La principale inconnue reste l'évolution des prix, compte tenu du niveau élevé qu'ils ont atteint pour tous les types de biens immobiliers.

Écarts de productivité entre l'Europe et les États-Unis

*Compte rendu du séminaire organisé par la Banque de France,
le Centre d'études prospectives et d'informations internationales,
et l'Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München*

Au cours de la décennie quatre-vingt-dix, la productivité du travail semble avoir accéléré aux États-Unis et ralenti dans les autres grands pays industrialisés. Les gains de productivité horaire, auparavant plus faibles aux États-Unis que dans les autres pays, y sont devenus plus forts. La caractérisation de ces inflexions récentes et de leurs causes est utile à de nombreuses analyses, concernant par exemple les perspectives de croissance ou les tensions inflationnistes dans les pays industrialisés. Le séminaire organisé à l'Abbaye de Royaumont, les 22 et 23 mars 2004, par la Banque de France, le Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et l'Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München (IFO) avait pour objet de confronter des diagnostics sur les écarts de croissance de la productivité entre les États-Unis et les autres pays industrialisés.

Ce séminaire a réuni une quarantaine d'économistes européens, américains et japonais et a donné lieu à la présentation et à la discussion de douze études. Les discussions ont été centrées autour de quatre thèmes. À travers le premier, les évolutions des tendances de la productivité au cours du temps, les participants se sont tout d'abord efforcés de cerner les difficultés méthodologiques et les problèmes statistiques que présentent la mesure de la productivité et les comparaisons entre pays qui peuvent être faites en ce domaine. Les trois autres thèmes ont été abordés en tenant compte le plus possible de ces incertitudes : rôle des différents facteurs de production dans ces évolutions, en particulier celui des technologies de l'information et de la communication (TIC) ; comparaisons internationales et caractérisation des sources d'écarts entre pays ; recherche des déterminants des gains de productivité.

Il est apparu que si les problèmes de mesures sont très importants, certains éléments de diagnostic apparaissent assez robustes. Ainsi, dans la plupart des pays, la part de la croissance de la productivité liée à la production des TIC est assez comparable. En revanche, dans les autres secteurs, sur la décennie quatre-vingt-dix, la productivité a accéléré aux États-Unis alors qu'elle a ralenti ailleurs. L'accélération de la productivité horaire aux États-Unis serait principalement attribuable à une progression plus rapide de la substitution du capital TIC au travail ainsi que de la productivité globale des facteurs (PGF), l'effet de ces deux facteurs favorables étant légèrement amoindri par un ralentissement de la qualité du travail. La décélération observée dans les autres pays industrialisés serait, quant à elle, imputable, selon des proportions spécifiques à chaque économie, à un fléchissement

NB : Ce compte rendu a été rédigé par Nicolas Belorgey (Banque de France), Gilbert Cette (Banque de France), Rémy Lecat (Banque de France), Johanna Melka (CEPII), Laurence Nayman (CEPII), Bertrand Pluyaud (Banque de France) et Jean-Pierre Villetelle (Banque de France).

de la substitution du capital non TIC au travail et de la qualité du travail, l'effet de ces deux facteurs défavorables étant légèrement compensé par une accélération de la substitution du capital TIC au travail et par une accélération de la PGF.

Ces enseignements semblent bien établis. Aussi, des efforts de recherche devraient-ils viser à dépasser la décomposition comptable de la croissance pour évaluer, en particulier, dans quelle mesure les politiques d'emploi — notamment en faveur de l'emploi des moins qualifiés — peuvent expliquer le ralentissement de la substitution du capital non TIC au travail en Europe et au Japon. Le ralentissement de la qualité du travail peut s'expliquer en partie par le déploiement de ces politiques d'emploi mais aussi par la forte conjoncture de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix qui s'est associée à des créations d'emplois dynamiques dont les bénéficiaires avaient souvent une productivité en moyenne plus faible que celle des salariés déjà en emploi. Enfin, le retard de diffusion des TIC en Europe et au Japon vis-à-vis des États-Unis n'a pas encore reçu d'explication statistiquement robuste, même si de nombreuses observations suggèrent qu'un encadrement réglementaire plus important — bridant les gains en performance associés à l'utilisation de ces technologies — pourrait en être la cause.

Session I. Problèmes de mesure

Présidence : Hans-Werner Sinn (IFO)

Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement (Comparaison de la productivité du travail dans les pays de l'OCDE : problèmes méthodologiques)

Nadim Ahmad, François Lequiller, Pascal Marianna, Dirk Pilat, Paul Schreyer et Anita Wölfl (Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE)

L'étude présentée par François Lequiller fait le point sur les incertitudes de mesure de la productivité. Les auteurs mettent en évidence que des différences méthodologiques perdurent entre l'Europe et les États-Unis, mais ne mettent pas en cause le diagnostic d'interruption du rattrapage de la productivité américaine par l'Europe. Parmi les divergences en voie de résolution, la mesure du PIB donne lieu à un partage différent entre utilisations intermédiaires et finales pour les dépenses militaires, les services financiers ainsi que les dépenses en logiciels. Ces trois écarts contribuent à élever le niveau du PIB américain par rapport à celui de l'Union européenne ; l'impact en termes de croissance de la productivité est, en revanche, plus faible et non univoque. Également en voie de résolution, et de conséquences limitées sur les variations de la productivité, le calcul des déflateurs en Europe mobilise à des degrés divers des approches hédoniques et les indices chaînés, utilisés plus systématiquement aux États-Unis. Parmi les questions moins bien connues, des divergences, qui ne jouent *a priori* pas en faveur de la croissance de la productivité aux États-Unis, existent dans la méthode d'évaluation des services financiers et des services non marchands. La mesure du facteur travail, de préférence par le nombre total d'heures travaillées ajusté par la qualité du travail, pose plus de problèmes de qualité des données de base que de méthode, donnant lieu à des corrections des biais spécifiques à chaque source (enquêtes auprès des employeurs, des employés, sources administratives).

Nicholas Oulton (*London School of Economics*), qui discute cette étude, met en évidence, dans le cas du Royaume-Uni, l'impact des problèmes d'évaluation des logiciels sur l'estimation de la productivité : les dépenses d'investissement en logiciels seraient sous-estimées dans les comptes nationaux d'un facteur compris entre 3 et 10, ce qui aurait conduit à minorer la croissance du PIB de 0,16 point par an, au minimum, entre 1994 et 1998. Il rappelle également que les différences entre pays européens peuvent être importantes : le Royaume-Uni, par exemple, a mis en place une méthode d'évaluation de la production des services non marchands sur la base de l'observation directe des volumes « produits » qui se distingue des hypothèses de croissance nulle de la productivité faites dans les autres pays. Au cours de la discussion, l'importance d'établir un lien entre PIB par habitant et mesure de la productivité est mise en avant, afin de mieux caractériser l'impact des écarts de taux d'emploi sur cette mesure.

***The breaks in per capita productivity trends in a number of industrialised countries
(Les ruptures de tendance de la productivité par employé
dans un certain nombre de pays industrialisés)***

Tristan-Pierre Maury et Bertrand Pluyaud (Banque de France)

Cette étude, présentée par Bertrand Pluyaud, propose une relecture des principaux faits stylisés sur l'évolution de la productivité par employé au XX^e siècle dans les grands pays industrialisés, à travers l'application de la méthode séquentielle de détection des ruptures de tendances de Bai et Perron (1998). Elle confirme l'existence de la « grande vague » de Gordon (1999), c'est-à-dire d'une accélération de la productivité américaine jusque dans les années soixante, suivie d'un ralentissement. Le rattrapage de la productivité américaine par les économies européennes et japonaise dans la seconde moitié du XX^e siècle est également confirmé, de même que le ralentissement de la productivité du travail en Europe et au Japon dans les années quatre-vingt-dix, qui contraste avec une accélération de la productivité aux États-Unis à la même période.

Le discutant, Neale Kennedy (Banque centrale européenne), souligne que l'étude apporte une confirmation statistiquement rigoureuse de phénomènes économiques souvent constatés à travers des approches sujettes à une certaine subjectivité. La méthode de Bai et Perron ne permet cependant pas de dresser un constat définitif en ce qui concerne l'évolution de la productivité depuis le début des années quatre-vingt-dix, la plupart des ruptures mises en évidence sur la période récente étant moins significatives que les précédentes. Par ailleurs, la nécessité de disposer de séries longues pour réaliser les tests statistiques limite le choix des données : il est ainsi difficile d'étendre l'étude à des séries de productivité globale des facteurs ou de productivité horaire. La discussion générale porte ensuite sur le cas du Royaume-Uni, pour lequel une seule rupture de tendance de la productivité, faiblement significative, a été détectée autour du choc pétrolier. Bertrand Pluyaud indique que ce résultat semble cohérent avec les travaux de Card et Freeman (2002) sur le Royaume-Uni.

***The spread of ICT and potential output growth
(La diffusion des TIC et la croissance potentielle)***

Gilbert Cette (Banque de France), Yusuf Kocoglu (Université de la Méditerranée) et Jacques Mairesse (CREST)

L'émergence et la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) amène une augmentation durable des gains de productivité, entretenue par l'amélioration continue et rapide des performances de ces produits. L'étude, présentée par Gilbert Cette, montre que cette augmentation est de nature à élever le rythme de la croissance potentielle, durablement *via* les effets de substitution capital-travail et les gains de PGF et plus transitoirement du fait de l'ajustement retardé des salaires sur les gains de productivité. L'évaluation empirique des deux types d'effets de la diffusion des TIC sur l'offre potentielle (par rapport à une situation théorique extrême sans TIC) est inévitablement très fragile. Les ordres de grandeur auxquels aboutissent les éléments de chiffrage présentés montrent que l'effet de moyen-long terme pourrait être important : la croissance potentielle annuelle serait accélérée d'environ deux points aux États-Unis et de un point en France. L'existence d'un effet transitoire de court-moyen terme, souvent évoqué dans la littérature, semble empiriquement démentie.

Dans sa discussion, Werner Roeger (Commission européenne) souligne qu'il serait intéressant d'élargir l'analyse à une fonction de production un peu moins contrainte qu'une Cobb-Douglas, par exemple une *Constant Elasticity of Substitution* – CES, en distinguant par ailleurs les composantes qualifiée et non qualifiée de l'emploi. Concernant l'analyse de court terme, il souligne que les effets d'inertie dans l'ajustement des prix expliquent peut-être la surindexation apparente des salaires sur la productivité aux États-Unis pour les années 1997-2000. En fait, l'effet de sous-indexation attendu et fréquemment commenté dans la littérature aurait peut-être été observé pour les années antérieures. Dans la discussion, l'intérêt d'une modélisation de l'économie en plusieurs secteurs, l'un produisant les TIC utilisées par les autres, est souligné par certains.

Session II. Comparaisons internationales

Présidence : Marc-Olivier Strauss-Kahn (Banque de France)

***ICT and Europe's productivity performance: industry-level growth account
comparisons with the United States***

***(Les TIC et les performances de l'Europe en matière de productivité :
décomposition sectorielle des contributions des TIC à la croissance
de la productivité et comparaisons avec les États-Unis)***

Mary O'Mahony (*National Institute for Economic and social research* — NIESR), Robert Inklaar (NIESR) et Marcel Timmer (*Université de Groningen*).

Après les exercices de comptabilité de la croissance présentés au niveau macro-économique, une décomposition sectorielle est utile pour expliquer les écarts entre quatre pays européens (Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni) et les États-Unis sur la période 1979-2000. L'étude, présentée par Marcel Timmer,

constate que les différences de croissance de la productivité horaire entre l'Europe et les États-Unis sur la période 1995-2000 sont principalement attribuables à des écarts de substitution du capital TIC et non TIC au travail, les écarts dans les contributions de la qualité du travail et de la PGF étant quasiment nuls. La croissance du capital TIC est équivalente en Europe et aux États-Unis. En revanche, la part des TIC dans les revenus du capital, qui sert à pondérer les services du capital dans la décomposition comptable, est bien plus élevée aux États-Unis qu'en Europe sur la période 1995-2000 quel que soit le secteur d'activité considéré. Cela explique l'écart de contribution des TIC à la croissance de la productivité horaire entre les deux régions. Cependant, des différences sectorielles apparaissent. Si l'écart de croissance de l'intensité en capital TIC dans le commerce de gros et de détail est minime, il reste en revanche important et en faveur des États-Unis dans l'industrie de la banque sur la période 1995-2000, et à l'avantage de l'Europe dans les services aux entreprises quelle que soit la période considérée (1979-1995 ou 1995-2000). L'une des explications les plus plausibles pour expliquer les écarts dans l'intensité capitalistique résiderait dans les prix relatifs des facteurs, soit les taux de rémunérations unitaires comparés du travail et du capital, TIC et non TIC.

Le discutant, Michel Fouquin (CEPII), félicite les auteurs pour avoir mis leur base de données au service du public. Il s'interroge cependant sur la possibilité d'utiliser des données sectorielles pour calculer une PGF : en effet, le travail sur ces données nécessite une série d'estimations délicates (découpage par secteurs, investissement, stock de capital). Le problème de l'impact de l'interim, dont l'emploi est rattaché au secteur des services et la production à celui de l'industrie, est également soulevé au cours du débat. Le discutant souligne que la façon de calculer les niveaux de productivité par branches demeure peu explicitée par les auteurs, qui ne précisent notamment pas si les parités de pouvoir d'achat qu'ils utilisent au sein de leur « UE à 4 pays » sont calculées au niveau des branches ou des économies entières. Par ailleurs, le discutant déplore que l'articulation entre coût du facteur travail (*compensation of labour*) et productivité de ce même facteur ne soit pas approfondie plus en détail. Dans la discussion, il est souligné qu'un portrait très différent de l'Union européenne (UE) serait établi si l'Italie et l'Espagne étaient introduits dans l'étude.

Growth patterns in the OECD area: evidence from the aggregate, industry and firm level

(Problématiques de la croissance dans les pays de l'OCDE : analyses globales, sectorielles et au niveau des entreprises)

Dirk Pilat (OCDE)

Dans cette étude, Dirk Pilat propose une analyse macroéconomique et sectorielle des écarts de croissance entre les pays de l'OCDE en utilisant une base de données homogènes construite par l'OCDE, intégrant des prix hédoniques pour tous les pays. Il cherche, en premier lieu, à comprendre les écarts de croissance dans les investissements en TIC. Même s'il est vrai que tous les pays ont connu une forte accélération de la contribution des investissements en TIC à la croissance, des écarts importants subsistent entre pays. Des rigidités structurelles moins fortes sur le marché du travail et sur le marché des biens expliquent un effort d'investissement particulièrement marqué aux États-Unis (et dans une moindre mesure au Canada,

en Australie et aux Pays-Bas) : des coûts d'installation plus faibles, un changement organisationnel plus souple et mieux adapté, un personnel plus qualifié, une législation du marché du travail plus souple, un environnement plus concurrentiel et moins réglementé seraient autant de facteurs qui inciteraient les firmes à investir dans les nouvelles technologies. Par ailleurs, Dirk Pilat explique les écarts de croissance de la productivité globale des facteurs par l'importance de la concurrence entre les firmes sur un même marché, caractérisée par les entrées et sorties de firmes. Le marché américain semble beaucoup plus actif (en termes de démographie d'entreprises) que le marché européen. La croissance de la productivité globale des facteurs aux États-Unis serait ainsi stimulée par une réglementation de la création des entreprises beaucoup plus souple qu'en Europe. Enfin, Dirk Pilat montre que la forte croissance de la PGF aux États-Unis est due à une accélération dans certains secteurs des services utilisateurs de TIC : commerce de gros, commerce de détail, finance et assurance.

Sally Srinivasan (Banque d'Angleterre), discutante, souligne la fragilité des résultats empiriques. En comparant les résultats de la Banque d'Angleterre pour le Royaume-Uni avec ceux de Dirk Pilat, elle montre de fortes divergences dans les services du capital TIC. Elle souligne par ailleurs la difficulté de prendre en compte un effet change dans la construction des indices de prix des TIC pour les pays européens à partir des indices élaborés aux États-Unis.

Information technology and the G7 countries
(Les technologies de l'information et les pays du G 7)
 Dale Jorgenson (*Harvard University*)

La croissance de la productivité horaire du travail s'est accélérée aux États-Unis et au Canada entre les périodes 1989-1995 et 1995-2001 alors qu'elle décélèrait dans les autres pays du G 7 (Allemagne, France, Italie, Japon et Royaume-Uni). L'étude réalisée par Dale Jorgenson sur les pays du G 7 permet d'illustrer les écarts de croissance et les contributions des facteurs travail et capital en mobilisant des séries de prix homogènes (construites selon la méthode de Paul Schreyer). L'auteur montre ainsi que les écarts de croissance de productivité entre les États-Unis d'une part, les pays européens, le Canada et le Japon d'autre part, portent principalement sur la contribution des investissements non-TIC. En effet, dans tous les pays, une très forte accélération de la contribution des TIC a été observée sur la période 1980-2001, tout particulièrement au cours des six dernières années (des écarts importants existent néanmoins entre les pays). À l'inverse, la contribution de l'accumulation en capital non-TIC ne s'est accélérée qu'aux États-Unis. Par ailleurs, la contribution de la qualité du travail à la croissance de la productivité horaire a évolué de manière à peu près similaire dans tous les pays, avec un ralentissement entre 1989-1995 et 1995-2001. Enfin, Dale Jorgenson montre que la productivité globale des facteurs (PGF) a fortement accéléré dans le secteur producteur de TIC (dans l'ensemble des pays du G 7). Dans tous les pays, hormis au Canada, le rythme de croissance de la PGF dans le secteur producteur de TIC excède celui des autres secteurs.

Jacques Mairesse (CREST), discutant, s'interroge sur la nature de la PGF, qui peut être vue comme un résidu ou comme le reflet du progrès technologique : « idéalement », si la fonction de production était parfaitement spécifiée et tous les facteurs bien mesurés, la PGF ne devrait-elle pas être nulle ? Par ailleurs, il met en avant le caractère en partie

conventionnel et plus ou moins approximatif des résultats, du fait des hypothèses économiques fortes qui fondent la comptabilité de la croissance, d'une part, et des inévitables fragilités des données mobilisées, d'autre part. Le croisement de la composition de l'emploi par sexes, âges et diplômes lors de la construction de l'indice de qualité du travail est-il, par exemple, véritablement fiable ? Enfin, il regrette la non-prise en compte explicite des investissements en recherche et développement et de leurs externalités dans les approches standard de comptabilité de la croissance.

Productivity, innovation and ICT in Old and New Europe

(Productivité, innovation et TIC dans l'ancienne et la nouvelle Europe)

Bart van Ark (*Université de Groningen*) et Marcin Piatkowski (*Leon Kozminsky Academy, Varsovie*)

Bart van Ark présente une version révisée du papier préparé pour ce séminaire. La productivité des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) semble converger vers celle des pays de l'Union européenne, mais une large part de ce processus de convergence est imputable à l'amélioration de la productivité du travail, avec la disparition des anciennes structures de production dans ces pays. Les auteurs comparent l'évolution de la productivité du travail dans les secteurs producteur et utilisateur de TIC et les autres industries. Comparées à celles des pays de l'UE, les activités utilisatrices de TIC apportent dans les PECO une contribution aux gains de productivité plus importante. Pour les auteurs, cette observation caractérise une première étape dans le processus de convergence au cours de laquelle, bénéficiant d'un transfert de technologie, les PECO effectuent des gains de productivité rapides dans des activités spécifiques et circonscrites. Ce phénomène devrait voir ses effets s'épuiser avec la fin de la restructuration économique dans ces pays. Pour consolider ces acquis dans une deuxième étape du rattrapage avec l'UE, les gains de productivité devraient accélérer dans d'autres activités — notamment dans les services — ce qui exigera d'autres améliorations en termes de formation de main d'œuvre et de réorganisation au sein des entreprises.

Jean-Luc Schneider (ministère des Finances), discutant ce papier, insiste sur le fait que, d'un point de vue purement comptable, on peut certes dire que les PECO participent au rattrapage, leur croissance étant supérieure à celle de l'UE 15 et les TIC contribuant positivement à cette croissance. Ce qui est moins sûr, c'est de savoir si les TIC apportent aujourd'hui davantage à la croissance dans les PECO qu'à celle dans les pays de l'UE 15. Les résultats de Bart van Ark suggèrent plutôt le contraire. En ce sens, les TIC ne semblent pas apporter de contribution positive à la résorption des écarts de productivité entre les deux zones, les gains de productivité dans les PECO restant dus, pour l'essentiel, aux restructurations et aux pertes d'emplois qui leur sont associées. La question de la spécialisation technologique de ces pays reste donc ouverte : les PECO ressemblent pour l'instant davantage à la Grèce qu'à l'Irlande. Ceci suggère que le temps nécessaire à ces pays pour faire aboutir leur rattrapage pourrait être long, de l'ordre d'une trentaine d'années.

Session III. Études par pays

Présidence : Lionel Fontagné (CEPII)

The case of the missing productivity growth: or does Information Technology explain why productivity accelerated in the United States?

(Les technologies de l'information expliquent-elles l'écart de croissance de la productivité aux États-Unis et au Royaume-Uni ?)

Susanto Basu (*Banque d'Angleterre*), John G. Fernald (*Bank of Chicago*), Nicholas Oulton (*London School of Economics*) et Sally Srinivasan (*Banque d'Angleterre*)

John Fernald présente cette étude qui, en examinant une par une les causes possibles de l'écart de croissance de la productivité aux États-Unis et au Royaume-Uni depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, conclut à un rôle significatif des TIC. Celles-ci auraient représenté, aux États-Unis, une « technologie générique » (*General Purpose Technology*) : l'investissement dans ces technologies, couplé à un investissement dans des actifs intangibles, liés par exemple à la formation et l'organisation, aurait permis, avec un délai important, une accélération de la productivité *via* une refonte des processus de production. L'absence d'un tel phénomène au Royaume-Uni pourrait s'expliquer par des investissements plus tardifs dans les TIC.

Le discutant, Dale Jorgenson, conteste l'existence d'un effet de « *General Purpose Technology* ». Selon lui, l'écart de croissance de la productivité aux États-Unis et au Royaume-Uni serait lié à une forte chute de la contribution de l'intensité capitaliste à la croissance de la productivité dans les secteurs non-TIC après 1995 au Royaume-Uni. Au delà de cette question, c'est la fiabilité des données qui est en cause, comme l'a rappelé Jacques Mairesse qui a insisté, dans sa synthèse, sur l'intérêt du travail que réalise actuellement l'OCDE pour constituer une base de données permettant des comparaisons internationales de productivité.

Outsourcing and productivity growth sectoral evidence from Germany

(La sous-traitance et les données sectorielles relatives à la croissance de la productivité concernant l'Allemagne)

Theo Eicher, Thomas Fuchs, et Günther Vieweg (IFO)

Cette étude, présentée par Thomas Fuchs, s'appuie sur une base de données sectorielles volumineuse produite par l'IFO sur la productivité en Allemagne, pour construire des comptes fondés sur la production et ainsi déterminer les sources de la productivité de 1993 à 2001. Les auteurs avancent qu'il n'est pas possible de prendre la valeur ajoutée sectorielle comme mesure approchée de la production brute car cela conduit entre autres à surestimer la PGF. Les deux mesures de la PGF, par la valeur ajoutée ou la production, s'écartent en fonction de l'importance des intrants importés dans la production. L'écart entre croissances de la production et de la valeur ajoutée ainsi que l'écart relatif entre les deux mesures de la PGF sont expliqués par les processus de « sous-traitance internationale », les intrants importés dans la production allemande ayant considérablement augmenté.

La discutante de ce papier, Soledad Nuñez (Banque d'Espagne) fait remarquer que l'écart entre les mesures de productivité utilisant la valeur ajoutée et celles fondées sur la production peut également venir d'autres sources, comme l'existence éventuelle d'économies d'échelle. Ce n'est qu'en l'absence d'un tel phénomène que l'hypothèse des auteurs serait correcte. En ce qui concerne l'Espagne, que Soledad Nuñez a étudiée, seuls trois secteurs présenteraient des économies d'échelle, ce qui vient relativiser le poids de cette critique.

***Economic growth of Japan and the United States in the information age
(La croissance économique du Japon et des États-Unis à l'ère de l'information)***
Dale Jorgenson (*Harvard University*) et Kazuyuki Motohashi (*Université de Tokyo*)

L'un des éléments de l'étude présentée par Kazuyuki Motohashi est de rendre comparables les données de comptabilité nationale japonaise avec les données américaines, ce qui est obtenu notamment par un ajustement du PIB d'environ 20 000 milliards de yen (150 milliards d'euros), soit 3,7 % du PIB ajusté. Les composantes de la croissance sont ensuite analysées selon l'approche standard de la comptabilité de la croissance et à l'aide d'un modèle de rattrapage (*production possibility frontier approach*). L'arrêt du rattrapage des États-Unis par le Japon à la fin des années quatre-vingt-dix ne serait ainsi dû ni à de moindres gains de PGF, puisque celle-ci augmenterait, au contraire, davantage au Japon qu'aux États-Unis, ni à la contribution du capital TIC, qui serait sensiblement la même dans les deux pays, mais au ralentissement de la qualité du travail et de la substitution du capital non-TIC au travail. Ces résultats seraient similaires à ceux de la littérature disponible sur le sujet, bien que celle-ci soit fondée sur des catégories comptables anciennes (SNA 68), sauf en ce qui concerne la contribution de la PGF à la croissance japonaise, traditionnellement estimée à des niveaux bien inférieurs.

Dirk Pilat (OCDE), discutant de l'article, insiste sur la nécessité de préciser très soigneusement les sources des données et leur méthode de construction (« le diable est dans les détails »). La discussion générale fait ensuite le lien avec l'étude présentée précédemment par Dale Jorgenson, le présent papier confirmant l'idée, chère à celui-ci, que l'arrêt du rattrapage des États-Unis ne proviendrait pas d'écarts des gains de PGF mais de différences dans les quantités des facteurs capital et travail.

Session IV. Déterminants

Présidence : François Lequiller (OCDE)

***Labour quality and skill-biased technological change in France
(La qualité du travail et le progrès technique biaisé
via le changement technologique, en France)***
Johanna Melka et Laurence Nayman (CEPII)

L'objectif de l'étude présentée par ses deux auteurs est de caractériser l'évolution du facteur travail en France sur la période 1982-2001. Les auteurs montrent ainsi que la composition des heures travaillées en France s'est transformée au profit de

personnels plus jeunes, plus diplômés et comprenant une proportion de femmes plus importante. L'embauche de travailleurs diplômés a, par ailleurs, conduit à une forte amélioration de la qualité du travail. Une décomposition sectorielle et par catégories de diplômes des heures travaillées révèle que les secteurs producteur et utilisateur de TIC, déjà employeurs intensifs de diplômés, sont ceux dont la part de diplômés croît le plus. Le changement technologique pourrait ainsi présenter un biais sectoriel en faveur des diplômés. À partir de données sectorielles, les auteurs montrent que les dépenses en R&D et l'accumulation en capital TIC ont un impact positif significatif sur la part de la masse salariale des diplômés dans la masse salariale totale. En distinguant l'impact du changement technologique sur la masse salariale relative des diplômés entre le secteur producteur de TIC et les autres secteurs d'activité, il apparaît que l'effet est particulièrement marqué dans le secteur producteur de TIC, notamment pour la période 1996-2001. L'analyse réalisée en distinguant les différentes catégories de travailleurs par diplômes montre par ailleurs que, dans le secteur producteur de TIC, c'est principalement sur les travailleurs titulaires d'un baccalauréat que l'impact des TIC s'est révélé le plus fort alors que dans les autres secteurs d'activité ce sont les Bac+2.

Pierre Biscourp (INSEE), discutant, souligne que la variable de salaire horaire relatif des diplômés par rapport aux non diplômés pourrait être introduite dans la régression économétrique à la place de la variable muette temporelle, même s'il est vrai que des problèmes d'endogénéité pourraient alors survenir. Il insiste par ailleurs sur l'interprétation des résultats. Il lui semble difficile de conclure en faveur de la thèse du biais technologique, dans la mesure où les résultats peuvent être biaisés du fait des problèmes d'endogénéité.

Determinants of productivity per employee: an empirical estimation using panel data

(Les déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel)

Nicolas Belorgey, Rémy Lecat et Tristan-Pierre Maury (Banque de France)

Nicolas Belorgey et Rémy Lecat présentent cette analyse, qui aborde la question des déterminants de la productivité par employé de deux façons : d'une part à partir d'une estimation en variation, au cours des années quatre-vingt-dix, sur un panel de vingt-cinq pays industrialisés, à l'aide de la méthode des moments généralisés (GMM) ; d'autre part en niveau, en 2000, sur un échantillon large (soixante-dix-sept pays) et un autre plus étroit (quarante-neuf pays, afin de mieux cerner l'impact des TIC). La productivité, en variation comme en niveau, apparaît comme étant fonction croissante des dépenses en TIC et décroissante du taux d'emploi, en raison de la concentration de l'emploi sur les salariés les plus productifs. En variation, la productivité par employé apparaît significativement liée à la durée du travail, avec cependant des rendements décroissants de cette dernière. En niveau, la productivité est apparue corrélée positivement avec les infrastructures publiques, l'éducation et la stabilité des prix. Enfin, l'importance des TIC appréciée soit par la part des activités productrices, soit par leur diffusion dans l'économie, influence également de façon significative la productivité.

Christopher Gust (*Federal Reserve Bank of Washington*), discutant de l'article, souligne tout d'abord l'apport représenté par le recours à la GMM. Ensuite, il fait remarquer que la relation négative entre taux d'emploi et productivité est de plus en plus prononcée au cours du temps, ce qui suggérerait de nouvelles pistes de recherche. Enfin, la discussion porte sur l'impact éventuel sur la productivité des rigidités structurelles, que certains indicateurs de l'OCDE tentent de formaliser.

Le séminaire s'achève par une synthèse de Jacques Mairesse, Nicholas Oulton et Hans-Werner Sinn. Jacques Mairesse rappelle que la comparaison des écarts de productivité entre les États-Unis et l'Europe est délicate en raison de la « fragilité » des bases de données macro-économiques (notamment lors des comparaisons en niveau). Il trace ensuite les voies de recherche aujourd'hui ouvertes : travail sur données d'entreprises, prise en compte des externalités liées à la recherche et développement, introduction d'économies d'échelle non constantes et des imperfections sur le marché du travail ou des biens, étude de la dynamique. Selon lui, réaliser une analyse sur des données d'entreprises permettrait de répondre à plusieurs questions. Pourquoi les firmes américaines pérennes connaissent-elles une croissance beaucoup plus rapide que les firmes européennes ? Sont-elles mieux préparées ? L'environnement économique, financier, réglementaire est-il plus favorable à leur développement ? Jacques Mairesse rappelle en outre que, parmi les études présentées lors du séminaire, nombreuses sont celles qui ont mis en avant l'importance du capital humain. Changements organisationnels, complémentarité capital-travail, sont autant de facteurs qui expliquent les écarts de productivité entre les États-Unis et l'Europe. Ce sont ces facteurs qu'il faut à présent étudier en travaillant sur données de firmes. Nicholas Oulton insiste sur le problème de la prise en compte du prix des nouvelles technologies et de leur impact sur la demande en TIC : la poursuite de la baisse des prix aura-t-elle pour effet d'entretenir la progression de la demande au point que la part (en valeur) des TIC au sein des facteurs de production continuera de s'élever ? Enfin, comme nombre des contributions présentées reposent sur le recours à la comptabilité de la croissance pour identifier le rôle des différents facteurs de production, Hans-Werner Sinn souligne que cette façon de faire, outre les problèmes déjà évoqués, peut entraîner une erreur de jugement : le passage le plus direct d'une combinaison capital-travail optimale à une autre, incitée par un changement de coût relatif des facteurs et assurant un même niveau de production à long terme, peut se faire de façon sous-optimale, entraînant une dynamique complexe de la productivité pendant la phase d'ajustement avec, par exemple, une baisse puis une hausse de la PGF. De la comptabilité de la croissance, qui suppose que l'ajustement se fait de façon optimale, on tire alors une conclusion erronée en interprétant la phase de hausse comme un changement structurel durable, alors qu'il ne s'agit que d'un rattrapage temporaire.

Bulletin officiel

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

Sommaire

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

Banque de France

DR n° 2118 du 12 mai 2004 : création de la Cellule de suivi des plans de continuité de la Banque de France et de la Place

DR n° 2119 du 13 mai 2004 : organisation de l'Inspection

Décision du gouverneur du 25 mai 2004 relative à la reconduction de M. Thibeault dans ses fonctions de représentant de la Banque de France au conseil de surveillance de l'Institut d'émission d'outre-mer

Décision n° 2004-01 du Conseil général du 12 mai 2004 relative aux conseils consultatifs de succursales

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

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

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

Commission bancaire

Accord entre la Commission bancaire et le *Board of Governors of the Federal Reserve System*, l'*Office of the Comptroller of the Currency* et le *Federal Deposit Insurance Corporation* concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel

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

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

Statistiques

Sommaire

	Tableau n°	Page
Environnement international		
Croissance du produit intérieur brut	1	S1
Prix à la consommation	2	S2
Taux de chômage	3	S3
Compétitivité de l'économie française	4	S4
Taux d'intérêt des euromonnaies	5	S5
Données de référence nationales		
Tableau de bord de l'économie française	6	S6
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de liquidité bancaire	7	S8
Balance des paiements : compte de transactions courantes		
et compte de capital	8	S9
Balance des paiements : compte financier	9	S11
Placements et financements de l'économie nationale		
Méthodologie (tableaux 10 à 23)		S13
Bilan de la Banque de France	10	S14
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	11	S15
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	12	S16
Engagements monétaires des IFM	13	S17
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM		
résidant en France	14	S17
Dépôts à vue	15	S18
Comptes sur livret	16	S18
Dépôts à terme	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)	28	S28
Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises	29	S30
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	S31
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	S32
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	S33
Émissions de bons du Trésor	33	S34
Titres d'OPCVM	34	S35
Système de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	S36

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

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

(en %)

	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle					En glissement annuel						
	2001	2002	2003	2002	2003				2004	2002	2003				2004
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T4	T1	T2	T3	T4	T1
France	2,1	1,1	0,5	- 0,1	0,2	- 0,3	0,6	0,6	0,8	1,4	0,8	- 0,1	0,4	1,1	1,7
Allemagne	0,8	0,2	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	- 0,7	- 0,2	0,2	1,5
Autriche	0,8	1,3	0,9	0,3	0,5	0,0	0,1	0,1		1,5	1,4	0,4	0,9	0,8	
Belgique	0,7	0,7	1,1	0,2	0,1	0,0	0,6	0,7		2,2	1,5	0,8	0,8	1,3	
Espagne	2,8	2,0	2,4	0,4	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	2,1	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8
Finlande	1,1	2,3	1,9	0,7	- 0,3	0,8	0,8	0,3		3,3	2,4	1,4	2,0	1,6	
Grèce	4,0	3,8	4,7	- 0,3	2,9	0,5	1,8	- 0,3		3,2	4,3	4,5	5,0	5,0	
Irlande	6,2	6,9	1,4	0,1	- 1,4	2,3	- 1,2	3,1		7,5	0,7	2,4	- 0,3	2,7	
Italie	1,7	0,4	0,4	0,4	- 0,2	- 0,1	0,4	0,0	0,4	0,9	0,6	0,2	0,4	0,1	0,8
Luxembourg	1,3	1,7	2,1												
Pays-Bas	1,2	0,2	- 0,7	- 0,4	- 0,4	- 0,4	0,0	0,5	0,4	0,1	- 0,2	- 1,1	- 1,2	- 0,4	0,5
Portugal	1,8	0,5	- 1,3	- 0,7	0,2	0,0	- 0,5	- 0,2		- 1,5	- 1,4	- 2,2	- 1,0	- 0,5	
Zone euro	1,6	0,9	0,5	0,0	0,0	- 0,1	0,4	0,4	0,6	1,1	0,7	0,1	0,4	0,7	1,3
Chypre	4,0	2,0	2,0							3,3	2,2	1,3	2,0	2,5	
Danemark	1,6	1,0	0,4	- 0,4	0,6	- 0,4	0,3	0,6	0,6	0,5	0,7	- 0,2	0,1	1,1	1,1
Estonie	6,5	6,0	4,7	0,1	0,4	1,9	2,0			5,7	5,2	3,5	4,6	5,7	
Hongrie	3,8	3,3		0,9						3,7	2,7	2,3			
Lettonie	7,9	6,1	7,4							8,3	8,8	6,3	7,3	7,4	
Lituanie	6,4	6,8	9,0	0,8	2,6	1,4	4,1	2,0		6,8	9,6	6,8	8,8	10,6	
Malte	- 1,2	1,7								0,7	- 1,9	0,7	1,9		
Pologne	1,0	1,3								2,2	2,2	3,8			
Royaume-Uni	2,1	1,6	2,2	0,4	0,3	0,6	0,8	0,9	0,6	1,9	1,9	2,2	2,2	2,7	3,0
Slovaquie	3,8	4,4	4,2							5,4	4,1	3,8	4,2	4,7	
Slovénie	2,9	2,9	2,3	0,3	0,2	0,7	1,0	0,5		3,1	2,2	2,1	2,3	2,5	
Suède	1,2	2,0	1,7	0,2	0,5	0,4	0,6	0,7		1,7	1,7	1,3	1,6	2,1	
République tchèque	3,1	2,0	2,9	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7		1,5	2,5	2,6	3,4	3,1	
Union européenne	1,7	1,1	0,8												
États-Unis	0,5	2,2	3,1	0,3	0,5	0,8	2,0	1,0	1,1	2,8	2,1	2,4	3,6	4,3	5,0
Japon	0,4	- 0,3	2,6	0,1	0,2	0,8	0,8	1,7	1,4	1,8	2,5	2,2	1,9	3,5	4,7

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'Autriche, l'Espagne et les Pays-Bas, les variations annuelles et trimestrielles sont en données cvs-cjo. Pour le Luxembourg, Chypre, la Lettonie, Malte, la Pologne, la Slovaquie, 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 3 juin 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

(variations sur douze mois en %, données brutes)

	2003								2004					
	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai
France	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,5	2,4	2,2	2,2	1,9	1,9	2,4	
Allemagne	0,6	0,9	0,8	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,0	1,2	0,8	1,1	1,7	2,2
Autriche	0,9	1,0	1,0	1,0	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,2	1,5	1,5	1,5	
Belgique	0,9	1,5	1,4	1,6	1,7	1,4	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	1,7	
Espagne	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	2,7	2,9	2,7	3,1	2,3	2,2	2,2	2,7	
Finlande	1,1	1,2	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,2	1,3	0,8	0,4	- 0,4	- 0,4	
Grèce	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,4	3,1	2,6	2,9	3,1	
Irlande	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,3	3,3	2,9	4,0	2,3	2,2	1,8	1,7	
Italie	2,9	2,9	2,9	2,7	3,0	2,8	2,8	2,5	2,8	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3
Luxembourg	2,3	2,0	1,9	2,3	2,7	1,8	2,0	2,4	2,5	2,3	2,4	2,0	2,7	3,4
Pays-Bas	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0	1,6	2,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,7
Portugal	3,7	3,4	2,9	2,9	3,2	2,8	2,3	2,3	3,3	2,2	2,1	2,2	2,4	
Zone euro	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5
Chypre	4,9	3,7	2,6	2,4	3,3	3,7	3,8	2,2	4,0	1,6	1,4	0,1	0,1	
Danemark	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	1,1	1,4	1,2	2,0	1,0	0,7	0,4	0,5	
Estonie	0,7	0,4	0,9	1,4	1,5	1,2	1,2	1,2	1,4	0,6	0,6	0,7	1,5	
Hongrie	3,5	4,4	4,7	4,7	4,6	4,8	5,6	5,6	4,7	6,7	7,0	6,6	7,0	
Lettonie	2,5	3,7	3,7	3,4	3,2	3,3	3,7	3,5	2,9	4,0	4,3	4,7	5,0	
Lituanie	- 0,8	- 0,3	- 0,8	- 0,9	- 0,8	- 1,3	- 0,9	- 1,3	- 1,1	- 1,2	- 1,2	- 0,9	- 0,7	
Malte	2,7	2,8	2,3	2,4	2,4	2,9	- 0,3	0,7	2,6	1,2	0,9	0,5	3,6	
Pologne	0,3	0,6	0,7	0,6	0,7	1,0	1,5	1,6	0,7	1,8	1,8	1,8	2,3	
Royaume-Uni	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,1	1,2	
Slovaquie	7,7	8,4	8,5	9,0	9,3	9,5	9,5	9,3	8,5	8,2	8,4	7,9	7,8	
Slovénie	5,6	6,2	6,1	5,7	5,1	4,9	5,3	4,7	5,7	4,0	3,6	3,5	3,6	
Suède	2,0	2,0	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	1,8	2,3	1,3	0,2	0,4	1,1	
République tchèque	- 0,3	0,0	- 0,3	- 0,2	0,0	0,5	0,9	1,0	- 0,1	2,0	2,0	2,1	2,0	
Union européenne														
États-Unis	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	1,8	1,9	2,3	1,9	1,7	1,7	2,3	
Japon	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,3	- 0,2	0,0	- 0,5	- 0,4	- 0,3	- 0,3	0,0	- 0,1	- 0,4	

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 3 juin 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

	2003									2004				
	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai
France	9,7	9,8	9,8	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,7	9,9	9,8	9,8	9,8	
Allemagne	10,6	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4	10,5	10,3	10,3	10,4	10,5	
Autriche	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	
Belgique	8,1	8,2	8,2	8,2	8,1	8,2	8,2	8,3	8,1	8,4	8,5	8,6	8,6	
Espagne	11,3	11,3	11,3	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,3	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Finlande	8,9	9,3	9,3	8,8	8,7	8,9	8,8	9,0	9,0	8,9	8,8	9,0	9,4	
Grèce	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3					
Irlande	4,6	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,4	
Italie		8,7			8,6			8,5	8,7			8,5		
Luxembourg (a)	3,6	3,5	3,7	3,6	3,9	4,0	4,1	4,2	3,8	4,5	4,4	4,3	4,3	
Pays-Bas	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,3	3,9	4,0	4,1	4,2	
Portugal	6,4	6,4	6,3	6,3	6,5	6,5	6,6	6,7	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8	
Zone euro	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	
Chypre	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,5	4,7	4,7	4,6	4,4	
Danemark	6,0	6,2	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6	6,1	6,5	6,5	6,4		
Estonie	10,4	10,4	10,3	10,1	10,0	9,9	9,7	9,6	10,1	9,5	9,4	9,3	9,2	
Hongrie	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9	
Lettonie	10,4	10,4	10,3	10,3	10,4	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7	
Lituanie	13,0	12,7	12,5	12,5	12,4	12,2	12,1	11,9	12,7	11,7	11,7	11,5	11,5	
Malte	8,1	8,2	8,4	8,5	8,5	8,6	8,7	8,6	8,2	8,8	9,0	9,0	9,0	
Pologne	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,1	19,1	19,1	19,2	19,1	19,1	19,0	18,9	
Royaume-Uni	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	
Slovaquie	17,2	17,0	16,9	16,7	16,7	16,6	16,6	16,6	17,1	16,6	16,6	16,6	16,6	
Slovénie	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,6	6,5	6,4	6,5	6,4	6,4	6,5	6,4	
Suède	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7	5,9	6,0	6,0	5,6	6,0	6,4	6,3	6,3	
République tchèque	7,8	7,9	7,9	7,9	8,0	8,1	8,1	8,1	7,8	8,2	8,2	8,3	8,5	
Union européenne	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,1	9,1	9,1	
États-Unis	6,1	6,3	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	6,0	5,6	5,6	5,7	5,6	
Japon	5,4	5,3	5,3	5,1	5,1	5,2	5,1	4,9	5,3	5,0	5,0	4,7	4,7	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, Eurostat

Réalisé le 3 juin 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

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

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

		(indices base 100 = 1987)					
		Vis-à-vis de la zone euro		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 43 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1999	Décembre	110,3	97,2	114,5	92,9	133,9	89,6
2000	Décembre	110,3	96,1	114,1	91,5	130,8	86,4
2001	Décembre	110,3	95,2	114,4	91,0	133,2	87,2
2002	Décembre	110,3	95,3	114,9	91,5	138,8	90,7
2003	Décembre	110,3	95,8	116,5	93,0	145,9	95,6
2002	Mai	110,3	95,4	114,5	91,2	134,4	87,9
	Juin	110,3	95,4	114,9	91,6	136,2	89,1
	Juillet	110,3	95,3	114,9	91,6	137,4	89,9
	Août	110,3	95,5	114,9	91,6	137,0	89,6
	Septembre	110,3	95,5	114,7	91,4	137,3	89,7
	Octobre	110,3	95,5	114,6	91,4	137,6	90,0
	Novembre	110,3	95,6	114,8	91,5	138,1	90,3
	Décembre	110,3	95,3	114,9	91,5	138,8	90,7
2003	Janvier	110,3	95,4	115,3	91,9	140,5	91,7
	Février	110,3	95,6	115,6	92,3	141,4	92,5
	Mars	110,3	95,7	116,0	92,7	141,8	92,9
	Avril	110,3	95,5	116,1	92,5	142,0	92,7
	Mai	110,3	95,5	116,7	92,9	144,5	94,3
	Juin	110,3	95,6	116,5	92,8	144,7	94,6
	Juillet	110,3	95,5	116,5	92,8	143,7	93,8
	Août	110,3	95,5	116,4	92,7	142,9	93,3
	Septembre	110,3	95,6	116,3	92,8	142,7	93,3
	Octobre	110,3	95,9	116,4	93,0	144,0	94,3
	Novembre	110,3	95,9	116,3	93,0	144,0	94,4
	Décembre	110,3	95,8	116,5	93,0	145,9	95,6
2004	Janvier	110,3	95,7	116,3	92,9	146,6	95,8
	Février	110,3	95,9	116,0	92,8	146,5	96,0
	Mars	110,3	95,9	115,9	92,7	145,3	95,2
	Avril	110,3	95,8	115,7	92,4	144,1	94,2
	Mai	110,3	95,6	115,8	92,3	145,0	94,7

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 européenne (représentée par l'Union européenne à 15, la Pologne et la Hongrie, ces deux pays représentant plus de 60 % du PIB des 10 pays accédants) et de 43 partenaires (cf. ci-après).

(a) Union européenne (15 pays, Pologne, Hongrie), États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Chine, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande

Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Thomson Financial – Calculs de la Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004

DGEI – DEER – Service d'Études sur les économies étrangères – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

	(en %)											
	Décembre 2003		Janvier 2004		Février 2004		Mars 2004		Avril 2004		Mai 2004	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
Euro												
Au jour le jour	2,290	2,040	2,070	2,006	2,050	2,029	2,070	2,002	2,080	2,046	2,025	1,993
À 1 mois	2,110	2,113	2,060	2,047	2,010	2,050	2,010	2,024	2,040	2,038	2,050	2,039
À 3 mois	2,105	2,126	2,080	2,066	2,020	2,050	1,940	2,011	2,060	2,032	2,065	2,067
À 6 mois	2,100	2,178	2,130	2,090	2,010	2,070	1,900	1,997	2,090	2,045	2,115	2,119
À 1 an	2,285	2,353	2,260	2,183	2,080	2,149	1,965	2,030	2,210	2,140	2,270	2,268
Dollar												
Au jour le jour	1,040	1,005	1,010	1,005	1,020	1,008	1,020	1,012	1,040	1,019	1,030	1,016
À 1 mois	1,050	1,064	1,020	1,030	1,020	1,026	1,020	1,027	1,030	1,029	1,050	1,036
À 3 mois	1,070	1,094	1,060	1,062	1,050	1,052	1,050	1,048	1,110	1,083	1,260	1,188
À 6 mois	1,150	1,170	1,150	1,128	1,110	1,117	1,100	1,098	1,330	1,213	1,520	1,459
À 1 an	1,380	1,419	1,420	1,331	1,300	1,328	1,290	1,260	1,770	1,544	1,990	1,955
Livre sterling												
Au jour le jour	3,745	3,785	3,630	3,626	3,720	3,970	3,875	3,951	3,730	3,831	4,320	4,191
À 1 mois	3,860	3,838	3,930	3,859	4,080	4,026	4,135	4,107	4,260	4,160	4,395	4,347
À 3 mois	3,950	3,968	4,050	4,009	4,130	4,112	4,340	4,243	4,405	4,339	4,575	4,467
À 6 mois	4,110	4,122	4,240	4,152	4,270	4,234	4,540	4,383	4,510	4,485	4,805	4,659
À 1 an	4,420	4,416	4,505	4,399	4,495	4,461	4,730	4,577	4,830	4,765	5,150	4,962
Yen												
Au jour le jour	- 0,015	- 0,025	- 0,065	- 0,058	- 0,025	- 0,041	- 0,035	- 0,029	- 0,035	- 0,031	- 0,045	- 0,037
À 1 mois	- 0,045	- 0,036	- 0,055	- 0,051	- 0,045	- 0,050	0,008	- 0,042	- 0,050	- 0,047	- 0,050	- 0,051
À 3 mois	- 0,035	- 0,036	- 0,040	- 0,034	- 0,040	- 0,039	- 0,040	- 0,039	- 0,035	- 0,036	- 0,040	- 0,040
À 6 mois	- 0,015	- 0,016	- 0,015	- 0,009	- 0,015	- 0,014	- 0,025	- 0,018	- 0,015	- 0,017	- 0,015	- 0,016
À 1 an	0,080	0,087	0,080	0,074	0,070	0,071	0,050	0,065	0,090	0,066	0,080	0,075
Franc suisse												
Au jour le jour	0,030	0,017	0,020	0,030	0,035	0,051	0,020	0,035	0,005	0,023	0,030	0,023
À 1 mois	0,170	0,180	0,170	0,172	0,190	0,183	0,180	0,191	0,180	0,185	0,160	0,175
À 3 mois	0,190	0,204	0,200	0,196	0,210	0,202	0,220	0,214	0,250	0,246	0,230	0,240
À 6 mois	0,300	0,289	0,260	0,259	0,250	0,241	0,250	0,249	0,400	0,351	0,380	0,379
À 1 an	0,550	0,539	0,470	0,467	0,410	0,404	0,400	0,376	0,750	0,604	0,730	0,722

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} juin 2004
DGEI et DGO DEMREP – SEMASFI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Juin 2003	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Janvier 2004	Février	Mars	Avril	Mai
Placements monétaires												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	3,5	5,6	5,4	3,6	6,3	4,1	6,6	6,5	8,1	10,6		
Comptes sur livret	11,9	12,1	11,8	10,8	10,7	10,0	10,0	8,8	8,0	7,2		
Titres d'OPCVM monétaires	11,3	9,9	8,8	8,2	10,0	8,2	8,0	5,9	7,6	7,1		
Endettement												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	2,8	3,4	3,1	3,3	3,7	4,8	5,3	6,5	6,4	4,6		
Endettement intérieur total	6,2	6,7	6,9	7,3	6,8	6,9	6,3	6,3	5,6	5,0		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,15	2,13	2,14	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07	2,03	2,05	2,09
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	3,69	4,01	4,16	4,23	4,28	4,41	4,34	4,20	4,14	3,98	4,18	4,34
Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Cours de change												
(moyenne mensuelle, données BCE)												
EUR/USD	1,1663	1,1372	1,1139	1,1222	1,1692	1,1702	1,2286	1,2613	1,2646	1,2262	1,1985	1,2007
EUR/JPY	138,05	134,99	132,38	128,94	128,12	127,84	132,43	134,13	134,78	133,13	129,08	134,48
EUR/GBP	0,7022	0,7004	0,6992	0,6969	0,6976	0,6928	0,7020	0,6921	0,6769	0,6712	0,6653	0,6716
Indices des prix à la consommation												
(base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,2	- 0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4	0,3	
Glissement annuel	2,0	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7	2,1	
Indices de la production industrielle												
(base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	1,1	0,5	- 0,3	0,9	0,7	- 0,8	0,2	- 0,4	1,2	0,1		
Glissement annuel	- 1,0	- 0,4	- 1,5	0,4	1,9	0,6	1,3	- 0,1	0,9	1,2		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle	0,9	- 0,4	0,3	1,4	0,2	- 0,1	0,5	- 1,0	- 0,1	0,1	0,3	
Glissement annuel	6,3	5,7	5,9	7,0	7,1	6,2	5,9	4,2	3,2	2,3	2,4	
Taux de chômage (définition BIT)	9,8	9,8	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,8	9,8	9,8	
Commerce extérieur												
(cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	26,44	26,39	26,27	26,76	27,40	27,15	27,08	26,98	26,59	27,31		
Exportations FAB	26,35	26,91	26,38	27,27	27,51	27,39	28,05	27,93	26,91	28,13		
Solde mensuel	- 0,09	0,52	0,11	0,50	0,11	0,24	0,98	0,94	0,32	0,83		
Solde cumulé sur 12 mois	- 0,09	0,43	0,54	1,05	1,16	1,40	2,38	0,94	1,26	2,09		
Transactions courantes												
(en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	2,21	- 0,27	1,31	1,40	- 3,02	0,79	1,67	1,54	0,47	0,42		
Solde cumulé sur 12 mois	10,02	9,19	8,96	9,56	8,86	7,17	4,84	3,28	3,40	2,55		

(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 ^{er} trim. 2001	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim. 2002	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim. 2003	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Produit intérieur brut total												
(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
Taux de salaire horaire de base des ouvriers												
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 4 juin 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 ≤ 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (b)	
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
2003	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
2004	Janvier	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	11 775,2	1 993,9	6 315,9	1 056,5	431,3	175,2	1 470,0	117,1	3 558,0	645,1

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

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

Réserves exigées, réserves constituées

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

Période de constitution prenant fin le :		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
2003	23 octobre	131,2	23,4	131,7	23,5	0,5	0,1	0,0	0,0	2,05
	23 novembre	131,0	23,2	131,7	23,1	0,7	0,1	0,0	0,0	2,03
	23 décembre	131,8	23,2	132,6	23,3	0,8	0,1	0,0	0,0	2,00
2004	23 janvier	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	134,6	24,4	135,3	24,5	0,7	0,1	0,0	0,0	2,00
	11 mai	134,4	24,6		24,7		0,1		0,0	2,00

Facteurs de liquidité bancaire

(encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période de constitution prenant fin le :		Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)	Avoirs
		(A)	(B)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)
Zone euro								
2003	23 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
2004	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
	6 avril	425,3	301,4	51,5	- 25,7	- 149,7	285,0	135,3
Dont : France								
2003	23 septembre	74,6	54,7	0,2	- 35,1	15,0	8,6	23,7
	23 octobre	75,2	56,5	0,2	- 34,2	15,3	8,3	23,6
	23 novembre	76,3	57,0	0,2	- 33,5	14,0	9,3	23,3
	23 décembre	78,1	57,0	0,1	- 31,2	10,0	13,4	23,4
2004	23 janvier	81,8	56,4	0,2	- 39,5	13,9	9,7	23,6
	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
	11 mai	82,6	57,2	0,2	- 35,2	9,6	15,1	24,7

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 13 mai 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)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	1 538	471	417	- 4 595	- 52	- 2 169
Biens	7 964	1 568	- 295	- 134	747	160	- 840	478
Recettes	325 574	319 401	26 136	26 778	31 380	28 541	107 478	112 835
Dépenses	317 610	317 833	26 431	26 912	30 633	28 381	108 318	112 357
<i>Marchandises générales</i>	<i>7 906</i>	<i>2 124</i>	<i>- 428</i>	<i>- 384</i>	<i>839</i>	<i>174</i>	<i>- 673</i>	<i>201</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	7 626	891	- 378	- 434	639	- 206	- 1 393	- 379
Total des corrections	280	1 233	- 50	50	200	380	720	580
Services	18 169	13 044	374	171	952	1 078	3 459	2 575
Recettes	91 028	87 658	6 019	6 606	6 746	7 231	28 017	26 602
Dépenses	72 859	74 614	5 645	6 435	5 794	6 153	24 558	24 027
<i>Voyages</i>	<i>13 610</i>	<i>11 636</i>	<i>233</i>	<i>397</i>	<i>649</i>	<i>994</i>	<i>2 587</i>	<i>2 273</i>
dont : Recettes	34 190	32 349	1 850	1 988	2 285	2 714	8 777	8 837
Dépenses	20 580	20 713	1 617	1 591	1 636	1 720	6 190	6 564
Total « Biens et services »	26 133	14 612	79	37	1 699	1 238	2 619	3 053
Revenus	4 229	6 920	- 517	2 654	311	- 4 571	- 946	- 2 123
Rémunération des salariés	8 804	8 157	743	758	748	729	2 729	2 978
Revenus des investissements	- 4 575	- 1 237	- 1 260	1 896	- 437	- 5 300	- 3 675	- 5 101
dont : <i>Directs</i>	<i>5 266</i>	<i>11 421</i>	<i>321</i>	<i>1 189</i>	<i>211</i>	<i>217</i>	<i>2 562</i>	<i>1 938</i>
<i>De portefeuille</i>	<i>- 7 876</i>	<i>- 12 157</i>	<i>- 1 342</i>	<i>875</i>	<i>- 169</i>	<i>- 5 444</i>	<i>- 5 740</i>	<i>- 6 080</i>
<i>Autres</i>	<i>- 1 965</i>	<i>- 501</i>	<i>- 239</i>	<i>- 168</i>	<i>- 479</i>	<i>- 73</i>	<i>- 497</i>	<i>- 959</i>
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	1 976	- 2 220	- 1 593	- 1 262	- 1 725	- 3 099

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 juin 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 2002 (a)	Année 2003 (a)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Compte de capital	- 186	- 7 671	13	157	154	53	- 7 309	377
Transferts en capital	- 75	- 7 627	15	140	157	58	- 7 296	370
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 111	- 44	- 2	17	- 3	- 5	- 13	7

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	14 723	6 387	- 409	1 397	- 172	203	2 408	1 019
Biens	7 167	1 151	771	- 218	404	- 17	- 46	940
Marchandises générales	6 758	1 666	529	- 415	444	122	202	680
Services (hors voyages)	4 715	1 437	219	- 133	- 47	46	963	85
Revenus	4 530	6 227	- 252	1 081	- 362	- 216	1 114	251

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 juin 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)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 561	- 9 124	829	- 4 032	3 032	- 2 839	- 8 811	- 3 010
Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	- 3 477	- 4 436	278	- 4 643	- 18 432	- 12 278
Capital social	- 41 172	- 7 369	- 999	- 1 074	- 518	- 2 922	331	- 5 513
Bénéfices réinvestis	9 564	- 3 984	- 332	- 332	- 332	- 386	- 1 328	- 1 382
Autres opérations	- 20 918	- 39 398	- 2 146	- 3 030	1 128	- 1 335	- 17 435	- 5 383
Étrangers en France	51 965	41 627	4 306	404	2 754	1 804	9 621	9 268
Capital social	36 020	16 573	1 261	1 090	818	- 187	- 207	2 982
Bénéfices réinvestis	- 4 812	120	10	10	10	493	40	523
Autres opérations	20 757	24 934	3 035	- 696	1 926	1 498	9 788	5 763
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	- 20 166	- 9 256	- 40 184	6 258	- 1 863	- 8 235	1 027	- 44 024
Avoirs – Titres étrangers	- 92 502	- 130 670	- 43 101	- 7 923	- 10 837	- 15 612	- 53 140	- 77 473
Actions et titres d'OPCVM	- 18 191	- 26 498	- 4 216	1 640	- 4 139	- 2 946	- 13 482	- 9 661
Obligations et assimilés	- 60 036	- 78 018	- 21 832	- 5 679	- 13 217	- 8 428	- 25 403	- 49 156
Instruments du marché monétaire	- 14 275	- 26 154	- 17 053	- 3 884	6 519	- 4 238	- 14 255	- 18 656
Engagements – Titres français	72 336	121 414	2 917	14 181	8 974	7 377	54 167	33 449
Actions et titres d'OPCVM	- 4 830	14 292	- 1 456	785	2 946	- 2 917	3 949	- 642
Obligations et assimilés	76 279	102 573	3 737	7 617	3 844	4 169	47 234	19 367
dont : OAT	19 168	22 967	4 359	1 893	3 292	- 3 117	9 138	6 427
BTAN	6 830	7 288	- 1 995	3 369	3 412	1 983	7 576	6 769
Instruments du marché monétaire	887	4 549	636	5 779	2 184	6 125	2 984	14 724
dont : BTF	11 509	10 228	- 204	2 757	371	1 248	4 939	4 172
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	37 507	40 483	2 160	8 019	7 075	114	21 653	17 368
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	5 507	- 6 068	1 085	593	1 546	354	819	3 578
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 9 584	24 220	33 903	- 3 108	- 3 457	14 265	21 927	41 603
Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 13 701	- 9 200	- 4 317	- 31 776	- 49 080	- 58 994
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 975	- 597	- 363	- 541	- 528	- 630	1 239	- 2 062
Prêts	- 34 223	- 17 420	- 13 338	- 8 657	- 3 789	- 31 146	- 50 295	- 56 930
Autorités monétaires	- 4 327	746	10 168	702	6 589	- 8 532	11 139	8 927
Administrations publiques	1 007	- 2 349	- 2 995	5 139	- 1 919	2 087	764	2 312
Institutions financières monétaires (d)	- 32 689	- 5 980	- 31 234	- 14 802	- 5 250	- 25 744	- 32 215	- 77 030
Autres secteurs (e)	1 786	- 9 837	10 723	304	- 3 209	1 043	- 29 983	8 861
Autres avoirs	- 29	- 33	0	- 2	0	0	- 24	- 2
Engagements	25 643	42 270	47 604	6 092	860	46 041	71 007	100 597
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 078	- 2 996	- 244	- 188	- 30	275	- 604	- 187
Prêts	27 721	45 266	47 848	6 280	890	45 766	71 611	100 784
Autorités monétaires	- 1 291	1 813	42	- 1 434	- 397	713	- 64	- 1 076
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 1 291	1 813	42	- 1 434	- 397	713	- 64	- 1 076
Administrations publiques	165	- 502	- 2 534	173	- 443	9	- 2 165	- 2 795
Institutions financières monétaires (d)	29 570	37 051	55 823	8 200	- 9 122	50 035	56 672	104 936
Autres secteurs (e)	- 723	6 904	- 5 483	- 659	10 852	- 4 991	17 168	- 281

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 17 juin 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)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	- 3 665	3 953	669	- 1 469	584	- 512
Or	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 91	- 69	- 1	- 14	- 1	- 1	- 20	- 17
Position de réserve au FMI	- 603	- 1 087	0	12	127	- 5	- 131	134
Devises étrangères	4 895	- 1 015	- 3 664	3 955	543	- 1 463	735	- 629
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	- 20 603	- 2 399	- 8 032	3 664	- 73	2 076	15 546	- 2 365

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

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 juin 2004

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

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Janvier 2004 (c)	Février 2004 (c)	Mars 2004 (c)	Avril 2004 (c)	4 mois 2003 (b)	4 mois 2004 (c)
Total	- 3 119	31 071	24 589	- 6 602	- 14 372	24 291	24 457	27 906
Avoirs	- 32 689	- 5 980	- 31 234	- 14 802	- 5 250	- 25 744	- 32 215	- 77 030
Long terme	- 11 958	- 25 611	- 1 570	- 1 195	- 1 177	- 1 324	- 13 035	- 5 266
Euros	- 9 598	- 17 979	- 2 210	165	- 1 055	- 41	- 10 879	- 3 141
Devises	- 2 360	- 7 632	640	- 1 360	- 122	- 1 283	- 2 156	- 2 125
Court terme	- 20 731	19 631	- 29 664	- 13 607	- 4 073	- 24 420	- 19 180	- 71 764
Euros	- 33 626	25 970	- 26 053	- 3 458	5 180	- 25 475	- 14 907	- 49 806
Devises	12 895	- 6 339	- 3 611	- 10 149	- 9 253	1 055	- 4 273	- 21 958
Engagements	29 570	37 051	55 823	8 200	- 9 122	50 035	56 672	104 936
Long terme	23 725	38 976	- 4 033	2 386	7 712	2 831	15 359	8 896
Euros	14 690	13 681	- 4 715	1 046	5 264	827	7 555	2 422
Devises	9 035	25 295	682	1 340	2 448	2 004	7 804	6 474
Court terme	5 845	- 1 925	59 856	5 814	- 16 834	47 204	41 313	96 040
Euros	29 323	- 1 694	39 104	- 2 943	- 11 810	29 702	29 487	54 053
Devises	- 23 478	- 231	20 752	8 757	- 5 024	17 502	11 826	41 987

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 17 juin 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

	(encours fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Avril 2003	Décembre 2003	Avril 2004
ACTIF						
Territoire national	33,4	20,4	19,7	17,1	16,4	25,0
<i>Crédits</i>	30,7	17,7	17,0	12,3	11,5	20,1
IFM	29,0	16,4	16,1	11,4	11,1	19,7
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	4,9	4,9	4,9
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	2,7	4,9	4,9	4,9
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
Autres États de la zone euro	14,3	29,2	33,8	23,0	32,5	24,1
Reste du monde	34,5	29,7	20,5	19,3	18,3	18,3
Avoirs en or	28,5	30,6	31,8	29,0	32,1	31,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	18,2	19,1	48,4	49,7	59,6	68,2
TOTAL	128,9	129,1	154,2	138,2	158,9	167,1

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

	(encours fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Avril 2003	Décembre 2003	Avril 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	30,9	32,8	36,2	24,1	28,8	34,7
<i>IFM</i>	28,1	29,5	34,6	23,2	27,8	33,8
<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	0,8	0,8	0,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<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
Dépôts – Reste du monde	1,1	3,7	1,8	1,7	3,8	3,6
Non ventilés par zones géographiques	97,0	92,6	116,6	112,4	126,3	128,8
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,2	34,6	74,2	71,5	85,0	84,8
<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	36,4	35,5	37,9
<i>Autres</i>	9,6	15,6	4,0	4,5	5,8	6,1
TOTAL	128,9	129,1	154,2	138,2	158,9	167,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 11

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

	(encours fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Avril 2003	Décembre 2003	Avril 2004
ACTIF						
Territoire national	2 560,6	2 753,7	2 875,2	2 956,1	2 999,4	3 153,8
Crédits	2 003,3	2 127,7	2 209,0	2 262,1	2 265,7	2 386,8
IFM	837,2	906,3	951,7	975,8	947,8	1 035,8
APU	120,8	118,3	126,8	124,0	142,0	138,5
Secteur privé	1 045,3	1 103,2	1 130,5	1 162,2	1 175,9	1 212,5
Titres autres que des actions	368,9	407,0	416,4	438,7	431,2	446,3
IFM ≤ 2 ans	73,5	96,6	116,2	127,7	129,8	141,6
> 2 ans	63,3	54,2	52,1	46,8	49,8	50,0
APU	147,2	151,3	152,4	159,2	157,5	157,9
Secteur privé	84,9	104,9	95,7	105,0	94,2	96,8
Titres d'OPCVM monétaires	22,1	35,5	58,4	64,8	63,7	76,9
Actions et autres participations	166,3	183,5	191,4	190,4	238,8	243,9
Autres États de la zone euro	313,5	349,4	408,6	457,1	465,9	531,5
Reste du monde	467,9	507,0	513,3	531,3	502,8	609,3
Non ventilés par zones géographiques	394,6	440,2	364,6	356,9	379,1	424,6
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 301,4	4 347,1	4 719,3
(encours fin de période en milliards d'euros)						
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Avril 2003	Décembre 2003	Avril 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 754,8	1 838,8	1 920,9	1 963,6	2 047,7	2 138,7
IFM	847,4	868,0	927,0	952,0	933,2	1 022,5
Administration centrale	5,6	4,4	11,7	14,6	39,0	24,2
Autres secteurs	901,7	966,4	982,2	997,0	1 075,5	1 092,0
Dépôts à vue	264,9	300,3	290,9	277,8	344,1	339,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,2	63,6	60,4	55,2	49,6	46,2
> 2 ans	279,8	277,5	283,3	288,7	299,3	300,6
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	274,3	294,3	319,9	338,3	351,8	360,8
Pensions	26,5	30,7	27,7	37,1	30,7	45,1
Dépôts – Autres États de la zone euro	161,4	173,7	195,4	209,4	201,8	216,7
IFM	139,0	149,4	170,8	175,2	173,6	182,0
Autres secteurs	22,4	24,2	24,5	34,2	28,2	34,7
Dépôts – Reste du monde	410,5	450,3	437,3	468,7	429,9	535,2
Non ventilés par zones géographiques	1 410,0	1 587,7	1 608,1	1 659,7	1 667,8	1 828,7
Titres de créances émis ≤ 2 ans	163,8	197,1	206,5	231,3	218,3	244,6
> 2 ans	338,3	357,0	354,9	359,4	375,2	390,6
Titres d'OPCVM monétaires	213,3	258,6	303,8	336,3	327,8	366,9
Capital et réserves	249,3	270,5	284,1	285,2	294,9	299,8
Autres	445,1	504,5	458,8	447,5	451,6	526,8
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 301,4	4 347,1	4 719,3

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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	Encours	Total Taux de croissance annuel
2000	Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	10,9
2001	Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
2002	Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
2003	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	31,2	0,0	0,0	31,2	- 1,6
	Décembre	36,1	0,0	0,0	36,1	4,6
2004	Janvier	32,4	0,0	0,0	32,4	- 5,0
	Février	36,1	0,0	0,0	36,1	4,5
	Mars	38,5	0,0	0,0	38,5	11,8
	Avril	34,2	0,0	0,0	34,2	0,0

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

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

Source : Banque de France

 Réalisé le 3 juin 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)
2001	Décembre	13,0	11,0	9,7	9,4	10,8	9,8
2002	Décembre	5,7	1,3	4,5	3,8	5,2	3,4
2003	Avril	7,4	1,8	6,4	4,6	6,5	5,4
	Mai	8,7	5,1	7,3	6,7	7,3	5,4
	Juin	8,4	3,3	7,0	5,7	7,5	4,5
	Juillet	8,7	5,4	7,2	6,7	7,2	5,8
	Août	9,7	4,9	7,4	5,8	7,6	4,6
	Septembre	8,7	3,6	6,9	4,4	7,3	2,7
	Octobre	9,5	6,3	6,9	5,5	6,5	4,1
	Novembre	8,7	4,4	6,5	4,2	7,0	3,1
	Décembre	8,0	7,0	6,3	6,1	6,4	3,8
2004	Janvier	9,8	6,8	6,5	5,2	5,9	3,2
	Février	9,6	7,8	6,1	5,6	5,6	4,7
	Mars	9,2	10,3	5,6	5,8	5,5	4,2
	Avril	8,8	9,2	5,2	5,1	5,1	3,1

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 3 juin 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)
2001	Décembre	5,6	5,7	6,3	6,7	7,7	7,9	6,1	6,0
2002	Décembre	9,5	5,1	6,5	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
2003	Avril	10,8	6,2	8,1	6,7	8,7	6,9	4,7	2,8
	Mai	11,7	8,7	8,8	8,4	8,8	6,7	4,7	2,8
	Juin	11,1	6,9	8,4	7,4	8,4	5,7	4,6	3,1
	Juillet	11,4	8,6	8,6	8,2	8,7	7,0	4,9	3,6
	Août	12,1	8,1	8,8	7,4	8,4	5,8	5,0	3,1
	Septembre	11,1	6,7	8,2	5,9	7,6	3,8	4,9	3,4
	Octobre	11,7	9,1	8,1	6,9	8,0	5,2	5,0	3,7
	Novembre	10,9	7,4	7,8	5,8	7,5	4,2	5,6	5,0
	Décembre	10,2	9,3	7,5	7,4	7,0	4,8	5,5	5,4
2004	Janvier	11,7	9,3	7,7	6,6	6,7	4,3	5,5	6,5
	Février	11,4	10,1	7,2	6,9	6,5	5,7	5,5	6,3
	Mars	10,9	11,9	6,7	6,9	6,2	5,1	5,5	4,6
	Avril	10,6	10,9	6,3	6,3	5,5	4,1	5,6	5,4

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 3 juin 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
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
2001	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
2002	Décembre	187,1	116,5	56,0	359,6	14,4	374,0	1,5
2003	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	33,7	341,3	13,5	354,8	4,1
	Décembre	202,4	120,0	39,3	361,7	19,2	380,9	6,6
2004	Janvier	202,6	107,5	37,6	347,7	15,7	363,3	6,5
	Février	199,4	109,4	38,7	347,6	16,0	363,5	8,1
	Mars	199,1	115,7	40,8	355,6	20,1	375,7	10,6
	Avril	204,7	113,9	36,8	355,4	18,9	374,3	8,5

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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
2000	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
2001	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
2002	Décembre	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7
2003	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	112,2	15,5	36,0	43,2	53,8	5,7	85,3	351,8	10,0
2004	Janvier	112,7	15,6	36,7	44,1	54,0	5,7	87,9	356,7	8,8
	Février	112,2	15,6	36,6	44,1	54,2	5,7	88,3	356,7	8,0
	Mars	111,8	15,6	36,8	44,2	54,4	5,7	89,5	358,1	7,2
	Avril	111,9	15,7	37,1	44,5	54,7	5,7	91,2	360,8	6,7

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

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

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
							Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
2001	Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002	Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003	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	20,4	23,3	0,4	44,1	5,5	49,6	- 16,9
2004	Janvier	20,2	21,5	0,4	42,1	4,8	46,9	- 19,1
	Février	19,9	21,7	0,5	42,2	6,4	48,6	- 14,5
	Mars	19,8	21,3	0,4	41,5	3,8	45,3	- 21,8
	Avril	19,9	21,1	0,4	41,4	4,8	46,2	- 16,0

> 2 ans

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

		Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
		PEL	PEP	Autres					Encours	Taux de Croissance annuel
2000	Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
2001	Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
2002	Décembre	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3	2,1
2003	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	216,7	46,0	16,4	9,9	0,1	289,0	10,3	299,3	4,9
2004	Janvier	218,2	45,8	16,4	9,7	0,1	290,1	10,5	300,6	4,4
	Février	217,8	45,2	16,2	9,8	0,1	289,0	10,2	299,2	3,6
	Mars	217,6	44,5	16,3	11,0	0,1	289,5	10,7	300,2	3,7
	Avril	217,5	44,1	16,5	11,8	0,1	289,9	10,8	300,6	3,9

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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
2000	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,0
2002	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
2003	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
	Sept.	965,5	111,5	192,5	17,3	1 286,8	3,8
	Oct.	973,9	112,5	191,6	18,2	1 296,3	4,4
	Nov.	980,2	111,8	195,8	19,1	1 306,9	5,3
	Déc.	984,3	115,2	200,5	18,4	1 318,4	6,0
2004	Janv.	996,2	112,6	198,8	18,4	1 325,9	7,0
	Fév.	1 003,8	114,1	198,7	18,8	1 335,3	7,0
	Mars	1 000,3	119,6	199,0	16,6	1 335,5	5,2
	Avril	1 019,0	117,3	197,9	17,2	1 351,4	6,0

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérent 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
2000	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,5
2001	Décembre	1 103,5	6,0	119,2	- 3,0	1 222,8	5,0
2002	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	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
	Sept.	1 159,8	3,3	127,0	7,6	1 286,8	3,8
	Oct.	1 168,1	3,7	128,1	11,1	1 296,3	4,4
	Nov.	1 176,4	4,8	130,5	9,8	1 306,9	5,3
	Déc.	1 176,2	5,3	142,2	12,5	1 318,4	6,0
2004	Janv.	1 190,6	6,5	135,4	12,2	1 325,9	7,0
	Fév.	1 197,5	6,4	137,9	12,8	1 335,3	7,0
	Mars	1 193,7	4,6	141,8	10,4	1 335,5	5,2
	Avril	1 212,7	5,2	138,7	13,1	1 351,4	6,0

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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
2000	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	10,7
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,3
2002	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0	2,8
2003	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	207,1	136,6	171,2	514,8	- 1,5
2004	Janvier	206,9	140,9	170,3	518,1	- 0,8
	Février	207,0	138,5	170,3	515,8	- 0,9
	Mars	207,5	137,8	169,6	514,9	- 2,1
	Avril	208,1	144,4	172,0	524,5	- 0,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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
2000	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,9
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	6,1
2002	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8	7,1
2003	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	385,5	113,7	81,3	580,5	7,8
2004	Janvier	389,0	113,1	81,0	583,1	8,4
	Février	391,8	112,6	82,1	586,5	8,2
	Mars	395,9	113,6	82,9	592,4	8,7
	Avril	398,7	113,2	83,0	594,9	8,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 21
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	56,4	180,8	237,2	21,9
2001	Décembre	56,2	238,7	295,0	23,7
2002	Décembre	42,6	252,4	295,0	0,8
2003	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
2004	Janvier	38,0	268,8	306,7	2,7
	Février	39,1	269,1	308,2	2,6
	Mars	41,1	263,1	304,2	- 1,7
	Avril	44,2	258,6	302,8	- 1,8

Source : Banque de France

Réalisé le 8 juin 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 22
Endettement des administrations publiques sur les marchés

		(encours fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	43,2	607,8	650,9	4,9
2001	Décembre	52,4	636,4	688,8	5,8
2002	Décembre	88,2	657,8	745,9	8,4
2003	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	705,7	809,4	12,8
	Août	103,6	705,1	808,7	12,3
	Septembre	106,6	726,2	832,8	14,1
	Octobre	115,4	716,7	832,1	12,6
	Novembre	113,3	720,7	834,0	13,3
	Décembre	108,7	720,9	829,6	11,4
2004	Janvier	107,0	724,8	831,8	11,1
	Février	107,4	730,4	837,8	9,4
	Mars	108,9	745,1	854,0	9,7
	Avril	108,2	740,9	849,1	8,7

Source : Banque de France

Réalisé le 8 juin 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
2000	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4	9,6
2001	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8	7,2
2002	Décembre	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4	5,4
2003	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	2 639,7	6,7
	Août	579,7	1 117,2	948,1	2 645,0	6,9
	Septembre	585,4	1 102,1	972,7	2 660,2	7,3
	Octobre	589,2	1 104,5	972,3	2 666,0	6,8
	Novembre	591,9	1 105,6	975,8	2 673,3	6,9
	Décembre	596,9	1 098,2	983,3	2 678,3	6,3
2004	Janvier	599,4	1 104,7	976,6	2 680,6	6,2
	Février	602,8	1 105,8	985,3	2 693,9	5,5
	Mars	608,8	1 102,7	1 013,0	2 724,5	5,2
	Avril	611,6	1 114,1	1 005,1	2 730,7	5,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 8 juin 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 avril 2004	Décembre 2002	Décembre 2003	Taux de croissance annuel Mars 2004	Avril 2004
Endettement intérieur total	2 730,7	5,4	6,3	5,2	5,1
Ménages et assimilés (a)	611,6	7,0	7,7	8,5	8,4
≤ 1 an	36,1	3,9	6,1	4,6	2,8
> 1 an	575,5	7,2	7,8	8,8	8,7
Sociétés non financières	1 114,1	2,8	1,5	- 0,9	- 0,4
≤ 1 an	399,7	- 4,1	0,1	- 2,3	- 1,4
> 1 an	714,4	6,6	2,4	- 0,1	0,1
Administrations publiques	1 005,1	7,6	11,2	10,5	9,8
≤ 1 an	136,1	38,6	17,3	12,1	8,2
> 1 an	869,0	3,2	10,1	10,2	10,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 316,5	5,0	4,0	4,6	5,4
Ménages et assimilés (a)	611,6	7,0	7,7	8,5	8,4
≤ 1 an	36,1	3,9	6,1	4,6	2,8
> 1 an	575,5	7,2	7,8	8,8	8,7
Sociétés non financières	556,9	3,0	- 1,3	- 2,1	- 0,6
≤ 1 an	139,4	- 7,3	0,7	- 5,7	- 4,1
> 1 an	417,5	6,3	- 1,8	- 0,9	0,6
Administrations publiques	148,0	5,2	11,5	16,3	19,0
≤ 1 an	20,0	39,3	8,1	1,0	6,5
> 1 an	128,0	1,4	12,0	19,1	21,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	254,3	4,9	3,9	3,1	1,6
Financements de marchés	1 151,9	6,1	9,6	6,5	5,8
Sociétés non financières	302,8	0,8	5,1	- 1,7	- 1,8
≤ à 1 an	44,2	- 24,9	- 20,2	- 14,2	- 4,6
> à 1 an	258,6	7,0	9,4	0,6	- 1,3
Administrations publiques	849,1	8,4	11,4	9,7	8,7
≤ à 1 an	108,2	68,1	23,3	16,9	11,8
> à 1 an	740,9	3,5	9,8	8,7	8,3
Financement monétaire du Trésor public	7,9	1,2	8,2	- 12,7	- 16,9

(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 8 juin 2004
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans
2000	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2001	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2003	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
2004	Janvier	2,25	2,55	2,33	3,69
	Février	2,25	2,62	2,49	3,83
	Mars	2,25	2,56	2,66	3,65
	Avril	2,25	2,58	2,49	3,76

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 3 juin 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)
2000	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2003	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
2004	Janvier	6,06	4,71	3,57	2,76
	Février	6,25	4,60	3,39	2,25
	Mars	6,54	4,65	3,02	2,13
	Avril	6,35	4,52	3,06	2,43

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 08

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	(en %)		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2004	Taux effectif pratiqué au 1 ^{er} trimestre 2004	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2004
Crédits aux particuliers			
<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
Crédits aux commerçants, artisans, entrepreneurs individuels et personnes morales n'ayant pas d'activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale			
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
Crédits aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale			
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
OATéi 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale		607		1 334	846								2 787
Prix d'émission		108,68		109,01	108,08								
Émission brute		660		1 454	914								3 028
OATi 2,5 % Juillet 2013													
Valeur nominale			1 474	723									2 197
Prix d'émission			106,61	104,82									
Émission brute			1 571	758									2 329
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		3 522								10 142
Prix d'émission			98,68		98,09								
Émission brute			6 533		3 454								9 987
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques													
Valeur nominale			70	53	40								163
Prix d'émission			100,70	102,02	100,11								
Émission brute			70	54	40								164
OAT 4,25 % Avril 2019													
Valeur nominale		3 938			2 170								6 108
Prix d'émission		95,98			96,19								
Émission brute		3 780			2 087								5 867
OATéi 2,25 % Juillet 2020													
Valeur nominale	4 000	298	219		566								5 083
Prix d'émission	98,87	99,23	102,40		98,53								
Émission brute	3 955	296	224		558								5 033
OATéi 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
OATéi 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale		1 008			650								1 658
Prix d'émission		114,31			113,31								
Émission brute		1 152			737								1 889
OAT 4,75 % Juillet 2035													
Valeur nominale				3 699									3 699
Prix d'émission				99,54									
Émission brute				3 682									3 682
TOTAL													
Valeur nominale	10 595	8 583	8 608	5 809	7 794								41 389
Émissions brutes	10 841	8 576	8 675	5 948	7 790								41 830
Amortissements	0	8 381	0	16 434	0								24 815
Émissions nettes	10 841	195	8 675	- 10 486	7 790								17 015
TOTAL CUMULÉ 2004													
Valeur nominale	10 595	19 178	27 786	33 595	41 389								
Émissions brutes	10 841	19 417	28 092	34 040	41 830								
Amortissements	0	8 381	8 381	24 815	24 815								
Émissions nettes	10 841	11 036	19 711	9 225	17 015								
TOTAL CUMULÉ 2003													
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745	32 562	39 613	47 272	47 297	57 875	61 908	66 277	66 309	
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457	58 895	62 842	67 207	67 238	
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988	15 988	31 353	33 753	33 783	
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469	42 908	31 487	33 452	33 455	

NB : Montant exprimé en prix d'émission hors coupon couru, net des opérations de restructuration de la dette par échange ou rachat de titres, le prix d'émission correspondant au prix moyen pondéré

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en avril 2004)

<i>(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)</i>								
Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuariel (c)	Date d'amortissement final	Date de règlement
Marché parisien								
OAT 4,25 % Avril 2019	1	95	2 087,32	96,19	4,25	4,61	25.04.2019	11.05.2004
OAT€i 3 % Juillet 2012	2	95	914,36	108,08	3,00	1,92	25.07.2012	25.05.2004
OAT 4 % Avril 2014	1	95	3 454,73	98,09	4,00	4,24	25.04.2014	11.05.2004
OAT€i 2,25 % Juillet 2020	3	95	557,68	98,53	2,25	2,36	25.07.2020	25.05.2004
OAT€i 3,15 % Juillet 2032	4	95	736,52	113,31	3,15	2,49	25.07.2032	25.05.2004
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	5	95	0,09	118,90	3,00	1,02	25.07.2009	25.05.2004
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques	6	95	40,33	100,11	4,00	3,99	25.04.2014	25.05.2004
LISI 3XM mai 2004 OBSAR	7	28	50,13	100,00	Euribor		05.05.2010	05.05.2004
CFF 4,5 % Mai 2004 Obligations foncières EMTN	8	49	295,25	98,42	4,50		16.05.2018	10.05.2004
CRH 4,25 % Mai 2004	9	65	316,44	98,89	4,25	4,38	25.10.2014	14.05.2004
CFF 5,75 % Mai 2004 EMTN Obligations foncières	10	49	332,97	110,99	5,75		04.10.2021	14.05.2004
CFF 4,25 % Mai 2004 Obligations foncières	11	49	246,27	98,51	4,25		29.01.2014	19.05.2004
CFF Eonia Mai 2004 Obligations foncières EMTN	11	49	150,00	100,00	Eonia		25.05.2007	25.05.2004
CFF Eonia Mai 2004 Obligations foncières EMTN	12	49	150,00	100,00	Eonia		25.05.2007	25.05.2004
SG 4,50 % Avril 2004 TSDD		32	119,58	99,65	4,50	4,54	06.05.2016	06.05.2004
TOTAL			9 451,67					
<i>(Pour mémoire coupon couru)</i>			<i>95,06</i>					

(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 3 juin 2004
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en avril 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 **OAT€i 3 % Juillet 2012 européenne 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 3 %, multiplié par le coefficient d'indexation (1,04567 au 25 mai 2004). Remboursement le 25 juillet 2012 à un prix correspondant au montant nominal de l'OAT€i (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation
- 3 **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 (1,01192 au 25 mai 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
- 4 **OAT€i 3,15 % Juillet 2032 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3,15 %, calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,02528 au 25 mai 2004). Remboursement le 25 juillet 2032 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 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, le premier coupon, payable le 25 juillet 2004 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,005 euro par obligation. Assimilation le 25 juillet 2004 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424)
- 6 **OAT 4 % Avril 2014 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, le premier coupon payable le 25 avril 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,03672 euro. Assimilation le 25 avril 2005 après paiement du coupon à « l'OAT 4 % Avril 2014 » (ISIN FR0010061242)
- 7 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar)** : à chaque obligation, est attaché un bon de souscription d'action remboursable (BSAR), un bon donnant droit de souscrire une action nouvelle LSI de 47 euros du 5 mai 2004 au 5 mai 2010. Les intérêts trimestriels seront calculés sur l'Euribor 3 mois, diminué d'une marge de 0,35 %, payables trimestriellement à terme échu les 5 août, novembre, février et mai de chaque année. Remboursement anticipé au gré de l'émetteur (AGE) : la société pourra, à son seul gré, procéder à tout moment, à partir du 5 mai 2007 et jusqu'à la fin de la période d'exercice, au remboursement anticipé de la totalité des BSAR.
- 8 **Obligations foncières émises dans le cadre de son programme d'EMTN**
- 9 **Obligations foncières. Assimilation immédiate à l'emprunt** « CRH 4,25 % Septembre 2003 » (ISIN FR0010018275)
- 10 **Obligations foncières émises dans le cadre de son programme d'EMTN. Assimilation immédiate à l'emprunt** « CFF 5,75 % Octobre 2001 » (ISIN FR0000487225)
- 11 **Obligations foncières émises dans le cadre de son programme d'EMTN. Assimilation immédiate à l'emprunt** « CFF 4,25 % Janvier 2004 » (ISIN FR0010039149)
- 12 **Obligations foncières émises dans le cadre de son programme d'EMTN**. Les obligations rapporteront un intérêt calculé sur l'Eonia.

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		
	Avril	4 mois	Année	Avril	4 mois	Année	Mars	Avril	4 mois	Mars	Avril	4 mois
Émissions en euros	20,8	103,2	266,0	- 2,8	44,5	112,3	23,2	18,1	90,3	6,5	- 8,0	5,5
Administrations publiques	14,6	54,8	135,8	- 0,8	28,8	65,0	14,7	12,5	58,7	14,7	- 4,0	21,0
<i>dont État</i>	<i>10,7</i>	<i>50,1</i>	<i>120,2</i>	<i>- 4,6</i>	<i>24,3</i>	<i>50,1</i>	<i>14,7</i>	<i>12,3</i>	<i>58,5</i>	<i>14,7</i>	<i>- 4,1</i>	<i>20,9</i>
Institutions financières monétaires	3,7	26,1	76,2	- 2,0	4,1	25,4	6,2	5,2	24,1	- 0,4	0,9	2,4
Institutions financières non monétaires	0,1	0,6	2,8	0,1	0,1	0,7	0,0	0,0	0,4	- 0,9	- 0,3	- 1,3
Sociétés non financières	2,3	21,6	51,2	- 0,1	11,6	21,1	2,3	0,5	7,1	- 6,9	- 4,6	- 16,6
Émissions en devises	3,0	10,9	29,7	0,7	3,3	10,9	2,4	1,0	8,5	1,0	0,4	2,6
Administrations publiques	0,0	0,0	0,5	0,0	- 0,4	- 0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,4
Institutions financières monétaires	2,1	8,8	22,8	0,7	3,4	8,6	2,1	1,0	6,5	1,1	0,4	1,5
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	0,9	2,1	6,3	0,0	0,4	2,6	0,3	0,0	1,9	0,3	0,0	1,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 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 Février	Mars	Avril
Titres en euros	1 157,3	1 203,6	1 315,5	1 322,2	1 328,6	1 320,5
Administrations publiques	630,6	655,0	718,8	728,7	743,3	739,2
<i>dont État</i>	<i>600,4</i>	<i>627,9</i>	<i>676,9</i>	<i>686,8</i>	<i>701,5</i>	<i>697,2</i>
Institutions financières monétaires	300,9	305,3	331,1	333,0	332,6	333,6
Institutions financières non monétaires	29,6	31,1	31,8	31,7	30,8	30,5
Sociétés non financières	196,2	212,3	233,8	228,8	221,9	217,2
Titres en devises	123,8	108,0	104,6	107,4	110,7	111,8
Par secteurs émetteurs :						
Administrations publiques	4,6	2,5	2,1	1,7	1,7	1,7
Institutions financières monétaires	74,7	64,2	63,7	64,8	67,3	68,2
Institutions financières non monétaires	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Sociétés non financières	43,9	40,6	38,3	40,3	41,2	41,4

Source : Banque de France

Réalisé le 3 juin 2004
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 31

Titres de créances négociables hors bons du Trésor

Répartition des encours par catégories de souscripteurs initiaux

(en milliards d'euros)

	Souscripteurs financiers (a)			Souscripteurs non financiers			Souscripteurs non résidents			Total
	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	
2002										
Mai	115,5	73,8	49,0	45,2	6,0	4,8	25,4	3,1	2,7	325,5
Juin	120,3	66,9	49,0	42,3	4,1	5,7	23,0	2,9	1,3	315,5
Juillet	125,0	68,4	49,1	43,2	2,4	5,5	22,7	2,5	1,2	320,0
Août	126,5	70,2	48,8	43,3	2,0	5,4	17,5	2,1	1,1	316,9
Septembre	127,9	68,7	48,5	45,3	1,9	5,3	16,1	2,1	1,1	316,9
Octobre	129,3	67,5	48,3	47,3	2,2	5,4	18,6	2,5	1,1	322,2
Novembre	137,7	67,6	48,6	46,0	2,5	5,3	15,7	2,2	0,9	326,5
Décembre	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
2003										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	156,2	69,4	46,2	45,8	1,9	5,2	13,5	1,6	0,9	340,7
Mai	157,0	69,6	46,3	41,6	2,3	5,1	15,3	1,8	1,0	340,0
Juin	154,0	67,3	45,9	38,8	1,8	5,1	14,1	1,6	0,9	329,5
Juillet	159,3	69,1	46,4	36,3	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	333,3
Août	163,7	69,4	46,4	34,2	1,5	5,2	13,3	1,4	1,0	336,1
Septembre	159,6	67,5	46,4	30,7	1,7	5,2	12,4	1,5	1,0	326,0
Octobre	160,5	66,9	46,9	29,5	1,8	5,3	13,0	1,5	1,2	326,6
Novembre	162,6	64,5	47,5	28,7	1,0	5,3	12,4	1,1	1,2	324,3
Décembre	155,9	59,2	48,5	25,4	0,7	5,2	14,1	0,7	0,9	310,6
2004										
Janvier	174,0	62,3	48,3	25,3	0,2	5,3	14,3	0,5	0,9	331,1
Février	177,6	65,5	47,7	27,4	0,1	5,3	12,7	0,3	0,9	337,5
Mars	175,5	68,9	47,6	26,2	0,1	5,3	13,3	0,0	0,9	337,8
Avril	180,6	70,1	47,0	28,0	0,1	5,3	15,0	0,0	1,0	347,1
Mai	174,1	73,0	47,0	26,2	0,2	5,3	16,0	0,1	1,0	342,9

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 juin 2004
DOM – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

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

	(encours en milliards d'euros, parts en %)				
	Décembre 2002 (p)	Mars 2003 (p)	Juin 2003 (p)	Septembre 2003 (p)	Décembre 2003 (p)
Encours des non-résidents (a)					
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
Part des non-résidents (d)					
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
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB					
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^e Manuel du FMI et au SEC 95).

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

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 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
2001	Avril	13 019		3 727	174		35
	Mai	6 320	1 533	1 908	459	10	15
	Juin	6 406	1 123	2 145	259	22	501
	Juillet	9 534	936	2 209	227	7	482
	Août	13 830	690	1 793	659		368
	Septembre	7 920	3 895		487	81	
	Octobre	10 348	2 278	1 117	661	149	318
	Novembre	11 733		3 641	734		577
	Décembre	7 505	702	1 049	221		
2002	Janvier	13 058	2 120	3 150	316		
	Février	12 443	2 084	1 910	148	20	582
	Mars	11 549	1 995	3 005	431		
	Avril	16 354			507		
	Mai	12 041		5 401	707		45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262		54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696		589
	Août	13 304			167		
	Septembre	16 699	5 001		684	686	
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444		550
	Novembre	15 009	1 520	2 392	645		
	Décembre	25 708			1 104		
2003	Janvier	15 992		5 315	839		745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	87	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900		726
	Juin	24 443		5 175	1 895		785
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234		
	Août	17 542			216		
	Septembre	22 847	1 991	3 240	513		768
	Octobre	19 348	1 530	2 248	688		
	Novembre	16 774	1 133	1 875	393		
	Décembre	15 675			629		
2004	Janvier	17 786		5 625	811		896
	Février	17 724	1 145	4 228	779		
	Mars	22 833	5 684		98	274	
	Avril	18 019	2 710	2 795	325		835

Source : Banque de France

Réalisé le 28 mai 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	Avril 2003	Décembre 2003	Mars 2004	Avril 2004
Sicav	328,0	311,6	275,1	281,0	271,4	273,5	273,1
Monétaires	121,4	131,2	139,8	151,1	131,9	132,7	136,6
Obligations	57,3	54,3	47,7	45,7	43,6	43,7	43,6
Actions	105,0	87,0	59,8	58,0	67,3	68,3	67,6
Diversifiées	43,5	38,7	27,4	25,8	28,2	28,4	24,8
Garanties	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCP	414,7	449,1	477,4	505,4	572,4	624,1	644,0
Monétaires	81,3	102,5	124,6	141,3	148,8	171,2	177,7
Obligations	69,6	80,7	95,1	103,1	114,3	121,0	121,3
Actions	76,6	76,9	62,2	62,7	81,4	89,5	95,3
Diversifiés	154,1	151,8	149,2	148,1	170,1	181,3	187,8
Garantis	33,1	37,2	46,3	50,2	57,8	61,1	62,0
OPCVM	742,7	760,7	752,5	786,4	843,8	897,5	917,1
Monétaires	202,7	233,7	264,4	292,4	280,7	304,0	314,2
Obligations	126,9	135,0	142,8	148,8	157,9	164,7	164,9
Actions	181,6	163,9	122,0	120,7	148,7	157,8	162,9
Diversifiés	197,6	190,5	176,6	173,9	198,3	209,7	212,7
Garantis	33,9	37,6	46,7	50,6	58,2	61,4	62,4

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

Source : Autorité des marchés financiers

Réalisé le 25 mai 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

(en %)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Avril 2003	Décembre 2003	Mars 2004	Avril 2004
OPCVM monétaires	3,9	4,3	3,2	3,0	2,3	2,1	2,0
OPCVM obligataires	4,9	4,9	7,2	8,7	4,1	4,8	3,7
OPCVM actions	- 3,4	- 19,2	- 31,7	- 31,3	14,8	33,3	23,1
OPCVM diversifiés	- 0,3	- 6,6	- 14,1	- 13,1	7,8	14,3	10,8
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 25 mai 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 35

Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Ensemble des systèmes

Capitaux échangés

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)</i>							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Février	Mars	Avril	Part
Target	1 033	1 299	1 552	1 650	1 663	1 740	1 796	87
Transfrontière	432	506	485	537	541	595	592	29
Domestique	601	793	1 066	1 114	1 122	1 145	1 204	58
Systèmes nets	445	456	269	252	244	260	267	13
PNS	86	88	78	71	65	71	83	4
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0
POPS	nd	nd	2	2	2	2	2	0
Euro 1 (ABE)	195	205	188	175	176	186	181	9
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	1 907	2 000	2 063	100

Nombre d'opérations

	<i>(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)</i>							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Février	Mars	Avril	Part
Target	188 157	211 282	253 016	262 263	266 970	273 571	287 575	59
Transfrontière	39 878	45 273	53 858	59 825	65 498	67 836	71 672	15
Domestique	148 279	166 009	199 158	201 503	201 472	205 735	215 903	44
Systèmes nets	173 704	200 604	174 147	191 419	187 814	191 161	201 755	41
PNS	21 759	31 512	29 686	28 764	27 683	27 605	30 079	6
EAF	51 041	50 991	—	—	—	—	—	—
SEPI	3 837	5 375	6 965	6 991	5 823	5 679	5 829	1
POPS	nd	nd	2 592	2 401	2 084	2 033	2 274	0,5
Euro 1 (ABE)	97 067	112 727	134 905	152 350	152 224	155 844	163 573	33
Total	361 861	411 886	427 163	453 682	454 784	464 732	489 330	100

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

nd : non disponible

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

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

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 10 juin 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

France

Capitaux échangés

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)</i>							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Février	Mars	Avril	Part
Target	267	345	356	378	389	388	428	84
Transfrontière (en émission)	60	75	69	75	72	82	85	17
(Transfrontière en réception)	62	(75)	(69)	(76)	(72)	(82)	(86)	(17)
Domestique (TBF)	207	270	287	302	317	306	343	67
PNS	86	88	78	71	65	71	83	16
Total	353	433	435	449	454	459	511	100

Nombre d'opérations

	<i>(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)</i>							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Février	Mars	Avril	Part
Target	11 903	14 966	14 958	15 155	16 335	15 408	16 633	36
Transfrontière (en émission)	4 515	5 309	6 471	6 802	7 298	7 389	7 841	17
(Transfrontière en réception)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 630)	(7 899)	(8 391)	(18)
Domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	9 037	8 019	8 792	19
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	27 683	27 605	30 079	64
Total	33 532	46 478	44 644	43 918	44 018	43 013	46 712	100

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	<i>(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)</i>							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Février	Mars	Avril	Part
Titres français négociables	10,6	12,0	10,7	10,8	10,7	10,2	12,8	44,6
Créances privées (PGI-TRICP)	13,3	10,9	8,4	7,0	5,4	4,5	5,1	17,8
Titres mobilisés par le CCBM	3,3	2,2	2,2	4,2	6,5	6,4	6,7	23,3
Titres mobilisés par les liens	2,2	1,9	3,5	3,3	3,7	4,3	4,1	14,3
Total	31,9	27,3	24,8	25,3	26,3	25,4	28,7	100,0

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

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

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

TBF : Transferts Banque de France

PGI : Prêt garanti intrajournalier

TRICP : Traitement informatisé des créances privées

CCBM : Modèle de banque centrale correspondante

Source : Banque de France

Réalisé le 10 juin 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Février	Mars	Avril	
France	353	433	435	449	454	459	511	24,8
Target transfrontière	60	75	69	75	72	82	85	4,1
Target domestique (TBF)	207	270	287	302	317	306	343	16,6
PNS	86	88	78	71	65	71	83	4,0
Allemagne	368	457	489	504	474	503	520	25,2
Target transfrontière	111	131	129	141	136	150	151	7,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	94	164	360	364	338	353	369	17,9
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
Espagne	136	209	250	276	292	303	299	14,5
Target transfrontière	16	20	18	20	22	24	24	1,2
Target domestique (SLBE)	118	188	231	255	269	278	274	13,3
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,0
Italie	109	107	99	97	109	115	115	5,6
Target transfrontière	37	39	34	33	31	33	32	1,6
Target domestique (BI-REL)	72	67	64	64	78	82	83	4,0
Royaume-Uni	95	118	111	122	127	133	129	6,3
Target transfrontière	75	91	85	93	101	107	103	5,0
Target domestique (Chaps Euro) (a)	20	27	26	29	26	26	26	1,3
Autres	416	432	437	451	450	486	489	23,7
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	1 906	1 999	2 063	100,0

Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2004			Part
					Février	Mars	Avril	
France	33 532	46 478	44 644	43 918	44 018	43 013	46 712	9,5
Target transfrontière	4 515	5 309	6 471	6 802	7 298	7 389	7 841	1,6
Target domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	9 037	8 019	8 792	1,8
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	27 683	27 605	30 079	6,1
Allemagne	135 329	158 866	125 070	128 670	129 243	133 979	140 919	28,8
Target transfrontière	14 433	14 715	16 852	18 035	19 063	20 200	21 055	4,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	69 962	93 160	108 218	110 635	110 180	113 779	119 864	24,5
EAF	50 933	50 991	—	—	—	—	—	—
Espagne	13 243	15 780	19 065	20 114	19 779	19 783	20 294	4,1
Target transfrontière	1 080	1 230	1 731	2 340	2 825	2 776	2 866	0,6
Target domestique (SLBE)	8 329	9 175	10 369	10 784	11 131	11 328	11 599	2,4
SEPI	3 833	5 375	6 965	6 991	5 823	5 679	5 829	1,2
Italie	40 787	40 208	37 696	36 985	35 715	36 229	37 721	7,7
Target transfrontière	4 572	5 334	6 173	6 746	7 695	7 639	8 069	1,6
Target domestique (BI-REL)	36 214	34 874	31 523	30 239	28 020	28 590	29 652	6,1
Royaume-Uni	7 851	10 156	14 370	16 834	17 882	18 423	20 150	4,1
Target transfrontière	4 902	6 503	9 555	11 392	12 675	12 977	14 569	3,0
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 949	3 653	4 815	5 442	5 207	5 446	5 581	1,1
Autres	131 120	140 399	186 317	205 313	208 147	213 305	223 533	45,7
Total	361 861	411 886	427 163	451 834	454 784	464 732	489 329	100,0

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

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de 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 10 juin 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 balance des paiements de la France en 2003

**La position extérieure de la France à fin 2003 :
une diminution significative
du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger**

**Les crédits immobiliers consentis aux ménages
en 2003**

Écarts de productivité entre l'Europe et les États-Unis

Unités concernées

Postes

Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
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	32 71
----------------------------------	-------

Dir. de la Balance des paiements – SEMEX	32 83
--	-------

Dir. de la Conjoncture – SESIA	39 26
--------------------------------	-------

Dir. des Études économiques et de la Recherche	28 79
---	-------

