

N° 129

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

SEPTEMBRE 2004



ERRATUM

Dans l'étude intitulée « Les mesures budgétaires exceptionnelles », publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 128, du mois d'août 2004, en bas de la page 31, il faut lire :

« *En France, le changement de statut d'EDF et de GDF pourrait conduire au versement, en 2005, d'une soulte, en contrepartie de la reprise des engagements de retraite du personnel salarié des deux entreprises* »,

au lieu de :

« *En France, le changement de statut d'EDF et de GDF pourrait conduire au versement, en 2005, d'une soulte au budget de l'État, en contrepartie de la reprise des engagements de retraite du personnel salarié des deux entreprises* ».

Sommaire

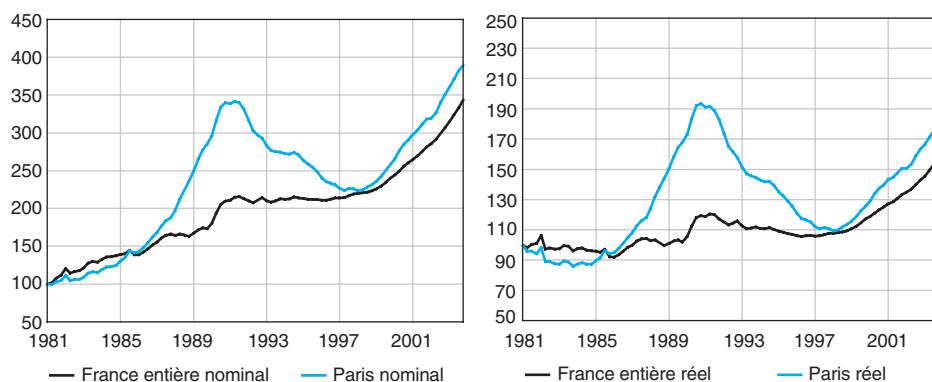
	Page
Éditorial	
La hausse des prix immobiliers en France	
Actualité	
1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	13
3. Les marchés de capitaux	23
Études	
L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis	29
Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?	45
La situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2003	59
Résumé d'étude	
Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004	67
Statistiques	69
Divers	
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 68-69 d'août-septembre 2004	
Bon de commande de l'étude sur « La situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2003 »	
Les coordonnées des unités de la Banque de France ayant contribué au présent <i>Bulletin</i> figurent en fin de document.	
<i>Achevé de rédiger le 20 septembre 2004</i>	
Site Internet : www.banque-france.fr	

La hausse des prix immobiliers en France

En 2003, les prix des logements anciens à Paris ont dépassé de 13 % ceux atteints lors du pic de 1991 ; ils ont continué à progresser vivement depuis lors¹. Sur l'ensemble du territoire français, les prix dépassaient de 60 % ceux atteints en 1991, soit 30 % en termes réels (cf. graphiques 1 et 2). Si la comparaison des niveaux de prix doit être menée avec précaution, notamment parce qu'en province ils ne pouvaient être considérés comme excessifs en 1991, une telle évolution peut légitimement faire naître des craintes de réédition de l'épisode de bulle spéculative au tournant des années quatre-vingt-dix.

Graphiques 1 et 2 : indice des prix des logements anciens à Paris et dans l'ensemble de la France
(base 100 = 1^{er} trimestre 1981)

(en nominal et en réel, déflaté par l'indice des prix à la consommation)



Sources : INSEE-Chambre des notaires, FNAIM. Rétropolation Banque de France

Selon la formule du prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz, une bulle est un état du marché dans lequel « la seule raison pour laquelle le prix est élevé aujourd'hui est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix ».

Plusieurs facteurs permettent de comprendre la hausse des prix actuelle et pourraient conduire à ne pas conclure à l'existence d'une bulle d'ores et déjà formée. D'abord, la demande de logements est forte, notamment du fait d'une augmentation du nombre de ménages structurellement supérieure à celle de la population et de la faiblesse actuelle des stocks dans le segment des logements neufs, ce qui constitue un facteur puissant de hausse des prix. Ensuite, compte tenu de la progression du revenu des ménages et de la baisse des taux d'intérêt pratiqués sur les emprunts immobiliers, la capacité d'achat d'un logement à Paris atteignait, en 2003, le double de celle de 1990-1991. De plus, le service de la dette des ménages est aujourd'hui beaucoup plus faible qu'au cours de la période 1985-1991. Enfin, compte tenu de l'évolution tendancielle des loyers, l'investissement immobilier paraît aujourd'hui correctement

¹ Voir l'article « *Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?* » dans ce même numéro

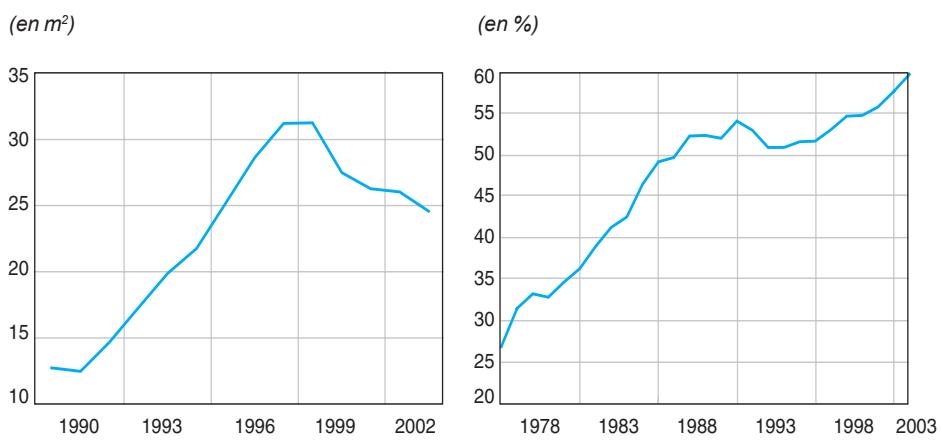
rémunéré, alors qu'une prime de risque négative par rapport à l'investissement obligataire pouvait être observée en 1991.

Toutefois, depuis un pic atteint en 1998 et 1999, la capacité d'achat de logement des ménages à Paris se dégrade (cf. graphique 3) : la hausse des prix n'est plus compensée par la baisse des taux d'intérêt et par la progression du revenu des ménages, ce phénomène contribuant à un allongement des durées de prêt. Par ailleurs, le niveau de rémunération de l'investissement immobilier paraît aujourd'hui relativement élevé parce qu'il est comparé à des rendements obligataires dont le niveau actuel est historiquement faible.

À titre d'illustration, si la hausse des prix se maintenait pendant deux ans à son rythme actuel et si les taux d'intérêt à long terme augmentaient, par hypothèse, de trois points (rejoignant leur niveau de 1995, date à laquelle les prix immobiliers étaient particulièrement bas), la capacité d'achat de logement des Français retrouverait des niveaux voisins de ceux qui prévalaient en 1991 ; en outre, une prime de risque négative apparaîtrait sur l'investissement immobilier, comme en 1990 et 1991. Enfin, le taux d'endettement des ménages français se situe actuellement au niveau historiquement le plus élevé (cf. graphique 4) et, selon les enquêtes de l'INSEE, la part de l'apport personnel dans l'acquisition du logement se réduit.

Graphiques 3 et 4 : capacité d'achat des ménages à Paris et taux d'endettement des ménages

Surface qu'un ménage français moyen peut acheter sans apport à Paris Encours de dette rapporté au revenu disponible brut des ménages



Sources : Calculs Banque de France

Source : Banque de France

Un maintien de la hausse des prix à son rythme actuel pourrait présenter des risques importants compte tenu des conséquences économiques et financières que pourrait avoir un retournement ultérieur brutal du marché. C'est pourquoi les évolutions à venir devront être suivies avec une particulière vigilance.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Hausse du PIB de 0,8 % au deuxième trimestre

Selon les premiers résultats des comptes nationaux trimestriels (prix de 1995, données cvs-cjo), la croissance du PIB au deuxième trimestre 2004 a été de 0,8 %. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 0,7 % (après + 0,9 %) et la formation brute de capital fixe (FBCF) totale s'est accrue de 1,8 % (après + 0,8 %), l'investissement des entreprises marquant un rebond de 2,2 % (après + 0,8 % au premier trimestre). Les exportations ont légèrement accéléré (1,1 %, après + 0,7 %), tandis que les importations se sont accrues à un rythme soutenu (3,8 %, après + 1,1 %). Au total, la demande interne hors stocks a contribué pour 1 point à la croissance et la reconstitution des stocks pour 0,6 point. La contribution du commerce extérieur, en revanche, a été négative de 0,8 point.

L'acquis de croissance pour l'année 2004, à la fin du deuxième trimestre de 2004 s'établit à 2,1 %.

Dans la zone euro, selon les premières estimations, la croissance du PIB ressort à 0,5 % au deuxième trimestre 2004 par rapport au trimestre précédent ; sur un an, la hausse atteint 2,0 %.

Hausse de la production industrielle en juillet

En juillet, la production industrielle hors bâtiment s'est accrue de 0,2 % sur le mois et de 2,5 % en glissement annuel, après + 3,0 % en juin. La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie, a augmenté de 0,3 % sur le mois. Sur un an, elle enregistre une progression de 3,5 %, contre 4,0 % en juin. L'acquis de croissance à la fin du mois de juillet pour le troisième trimestre 2004 s'établit à 0,7 % pour l'industrie hors bâtiment, comme au deuxième trimestre, et à 0,9 % pour l'industrie manufacturière, contre + 1,4 % au deuxième trimestre 2004.

Produit intérieur brut et ses composants en 2003 et en 2004 (euros constants – cvs-cjo – base 1995)

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

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

Évolution récente de la zone euro et de l'environnement international**États-Unis**

- Léger ralentissement de la croissance du PIB au deuxième trimestre, confirmé par les comptes nationaux révisés : 2,8 % en rythme trimestriel annualisé, contre 3,0 %, en première estimation et 4,5 % au premier trimestre
- Recul des indices ISM manufacturier et non manufacturier en août à, respectivement, 59 et 58,2, après la remontée de juillet (62 et 64,8) ; ils restent toutefois au-dessus de 55 depuis octobre 2003 pour le manufacturier et depuis mai 2003 pour le non manufacturier
- Hausse des créations nettes d'emploi « payroll » à 144 000 en août (après 73 000 en juillet). Taux de chômage en diminution, à 5,4 % en août, après 5,5 % en juillet et 5,6 % en juin
- Ralentissement des gains de productivité au deuxième trimestre, à 2,5 % en rythme trimestriel annualisé, contre 3,7 % au premier trimestre
- Dégradation de la confiance des ménages (indice du « Conference Board ») en août, à 98,2, après 105,7 en juillet (81,7 en août 2003)
- Légère diminution de l'inflation en juillet : 3,0 %, contre 3,3 % en juin
- Relèvement par le FOMC du taux cible des fonds fédéraux, de 25 points de base, à 1,5 %, contre 1 % en 2003

Japon

- Léger ralentissement de la croissance du PIB au deuxième trimestre : 0,4 % en variation trimestrielle, après 1,6 % au premier trimestre, révisé à la hausse de 0,1 point
- Progression de la production industrielle en juillet, de 7,1 % en rythme annuel
- Hausse des dépenses de consommation des ménages en juillet, de 1,2 % en variation annuelle, après – 2,7 % en juin, sous l'effet d'une hausse du revenu réel (4,4 % sur le mois, après – 1,0 % en juin)
- Poursuite du recul des prix à la consommation en juillet : – 0,1 % sur un an, contre 0,0 % en juin

Royaume-Uni

- Hausse de la croissance du PIB au deuxième trimestre : 3,7 % sur un an, contre 3,4 % au premier trimestre
- Recul sensible de l'indice PMI manufacturier : 53,1 en juillet, après 56 en août (indice des services en légère progression : 56,9, après 56,2)
- Légère baisse de l'inflation annuelle (IPCH) en juillet, avec 1,4 % (1,6 % en juin)
- Relèvement du taux des prises en pension de 25 points de base, à 4,75 %

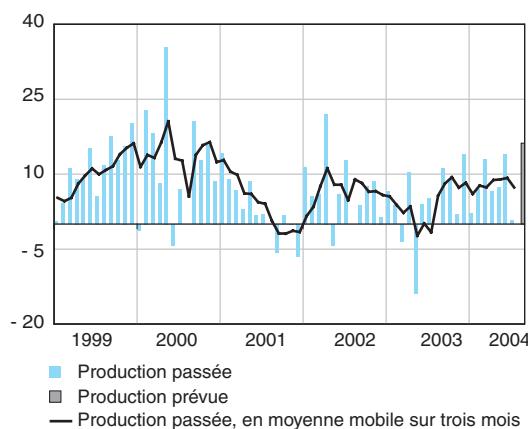
Zone euro

- La croissance du PIB au deuxième trimestre : 2,0 % en glissement annuel, après 1,3 % au premier trimestre (0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre et 0,5 % au deuxième)
- Léger recul des indices PMI manufacturier et services en août (à, respectivement, 53,9 et 54,5, contre 54,7 et 55,3 en juillet), qui restent toutefois au-dessus du seuil d'expansion, depuis, respectivement, douze et quatorze mois
- Confiance des ménages inchangée en juillet, à – 14, comme en juin
- Taux de chômage inchangé en juillet, à 9 %, comme en juin
- Inflation : 2,3 % (estimation rapide) en août, comme en juillet

Dans la zone euro, la production industrielle hors construction est en baisse de 0,4 % en juin par rapport au mois précédent. Sur un an, elle a progressé de 2,7 %.

La production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)

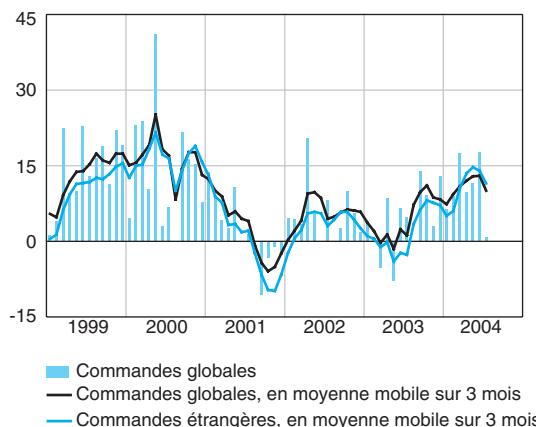


En juillet, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, le courant de commandes nouvelles s'est globalement stabilisé ; les commandes en provenance de l'étranger ont progressé.

Les carnets de commandes sont jugés étoffés ; ils se situent à un niveau élevé dans le secteur des biens d'équipement.

Les commandes dans l'industrie

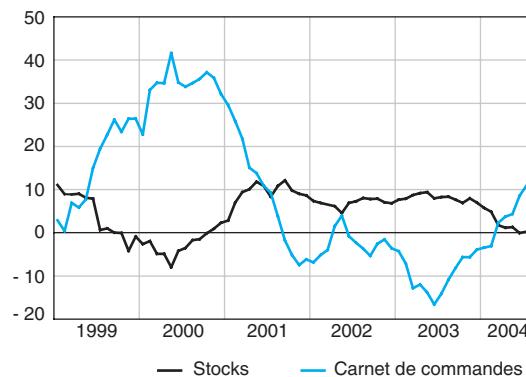
(solde des opinions, cvs)



Les stocks de produits finis sont, dans l'ensemble, conformes au niveau désiré.

Stocks et carnet de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



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

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours du trimestre mai-juin-juillet est supérieur, de 10,8 %, à celui de la période correspondante de l'année précédente (données cvs). Le nombre de logements autorisés est en hausse soutenue sur cette période (22,4 %), tant pour les logements individuels (15,4 %), que pour les logements collectifs (33,7 %).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en progression (5,2 % 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 stabilisée en juillet ; elle demeure en hausse à un an d'intervalle. L'activité devrait progresser à court terme dans pratiquement tous les secteurs.

Par ailleurs, les immatriculations de voitures particulières neuves se sont redressées en août, de 8,7 % en données cvs-cjo, après un recul de 16,8 % en juillet.

Selon l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages, corrigé des variations saisonnières, a enregistré une stabilité en juillet, pour le second mois consécutif, et se situe à -23. L'opinion des ménages concernant l'opportunité d'acheter progresse très

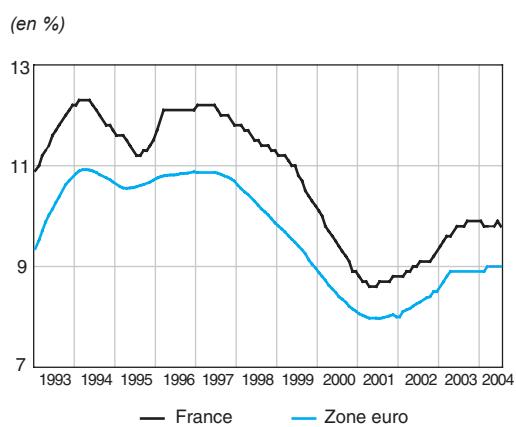
légèrement (1 point). L'appréciation du niveau de vie passé se dégrade, mais les perspectives d'évolution sont plus optimistes.

Repli du chômage en juillet

Le taux de chômage, au sens du BIT, s'est replié de 0,1 point en juillet 2004, à 9,8 % de la population active. Sur un an, il est resté stable. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a diminué de 0,4 % sur le mois (soit 10 000 personnes). Sur un an, il a augmenté de 0,1 % (2 000 personnes).

Le taux de chômage de la zone euro est resté stable, en juillet 2004, à 9,0 % de la population active.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : DARES et Eurostat

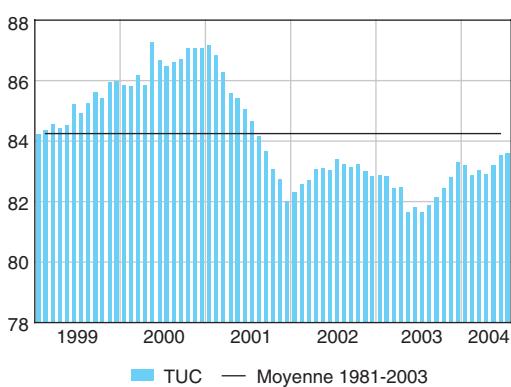
L'investissement des entreprises progresse

Selon l'enquête de l'INSEE de juillet portant sur les investissements dans l'industrie, les entreprises continuent d'indiquer une reprise sensible de l'investissement pour 2004, avec un taux de croissance de 6 % dans l'industrie manufacturière et de 8 % dans l'ensemble de l'industrie.

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de juillet, le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement accru, pour atteindre 83,6 %. Il reste cependant encore inférieur à sa moyenne de longue période.

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

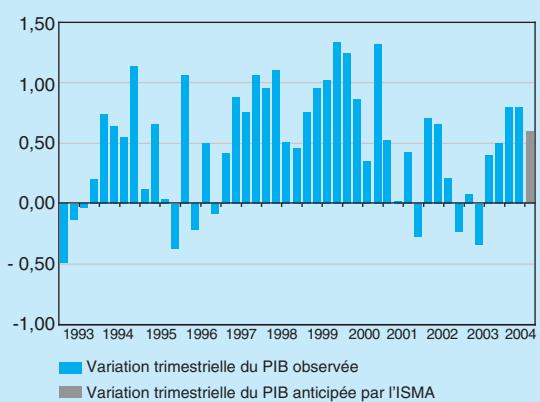
(en %, cvs)



Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) et de l'indicateur du climat des affaires établis d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité, construit à partir des résultats de l'enquête dans l'industrie, le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au troisième trimestre de 2004 (estimation inchangée). Dans ces conditions, à la fin du troisième trimestre de 2004, l'acquis de croissance pour l'année s'établirait à 2,5 %.

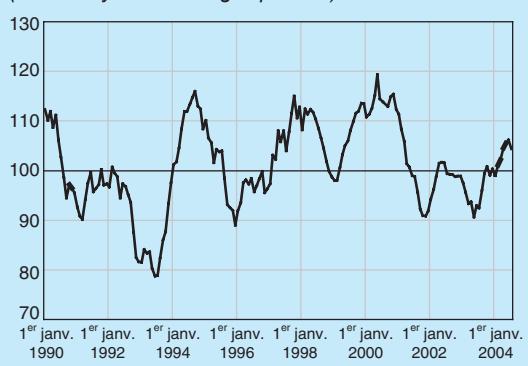
Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est établi en juillet à 104, après 106 en juin (et contre 93 un an auparavant).

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



1.2. L'évolution des prix

En juillet, les cours du pétrole ont augmenté

En juillet, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, en euros, a augmenté de 3,2 % (+ 23,5 % sur un an) et de 4,2 % en dollars (+ 33,3 % sur un an).

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

L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 7,2 % en juillet (+ 24,8 % sur un an).

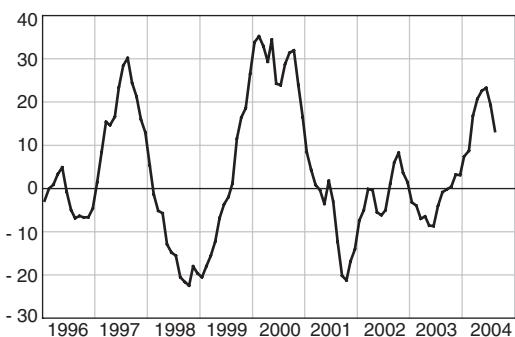
Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 8,2 % sur le mois, cotant 38,19 dollars en moyenne (+ 34,6 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en diminution de 0,8 % par rapport au mois précédent (+ 19,2 % sur un an).

Les indices partiels du coût des produits alimentaires et des produits agricoles à usage industriel ont baissé de, respectivement, 5,1 % et 2,3 %, tandis que celui des produits minéraux a augmenté de 1,8 %.

Evolution du coût en euros des matières premières importées (hors énergie)

(glissement annuel en %)



Source : indice Banque de France

Stabilité des prix de production dans l'industrie en juin

En juin, les prix de production dans l'industrie sont restés inchangés, après leur progression de 0,5 % en mai. Sur un an, ils ont augmenté de 2,2 %.

Dans l'industrie manufacturière, les prix de production se sont accrus de 0,2 % au cours du mois de juin, après + 0,1 % en mai et de 0,8 % en glissement annuel.

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

Hausse de l'indice provisoire des prix à la consommation en août

L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a progressé de 0,2 % par rapport au mois précédent. Sur un an, il s'est accru de 2,5 %.

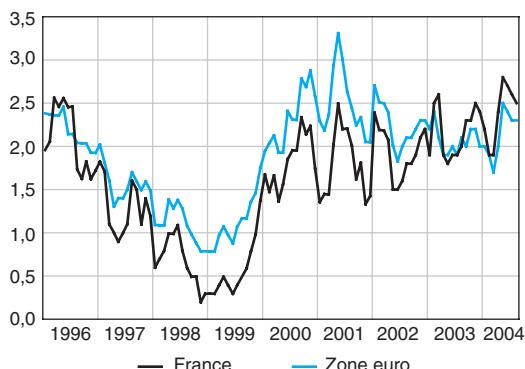
L'indice provisoire des prix à la consommation national (IPCN) est en hausse de 0,3 % sur le mois (+ 2,4 % sur un an).

En août, l'évolution de l'indice d'ensemble s'explique principalement par la fin des soldes d'été et par les hausses des prix des produits pétroliers.

Dans la zone euro, selon Eurostat, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,3 % en juillet 2004, contre 2,4 % en juin, et est attendu à 2,3 % en août selon l'estimation rapide.

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, glissement annuel en %)

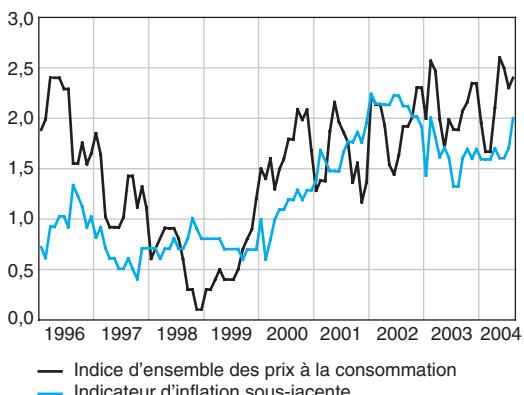


Sources : INSEE, Eurostat

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE s'est accru de 0,4 % en août, contre + 0,1 % en juillet, (soit + 2,0 % en glissement annuel).

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

(cvs, glissement annuel en %)



Source : INSEE

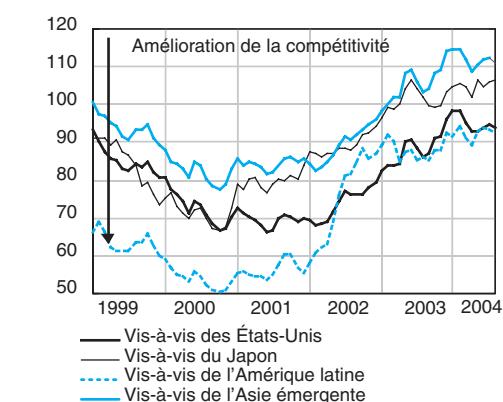
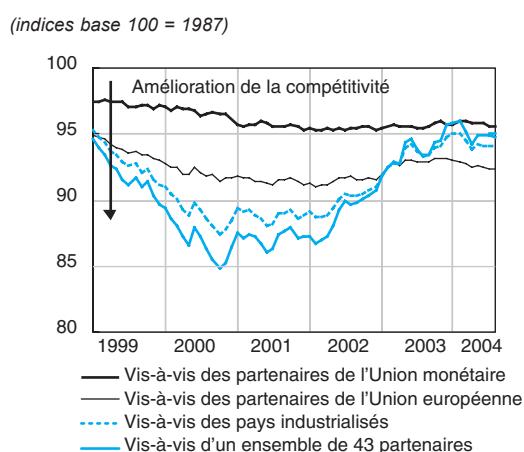
1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française

L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 43 principaux partenaires¹ s'est établi à 94,8 en août, contre 94,9 le mois précédent, par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

Compétitivité de l'économie française

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



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

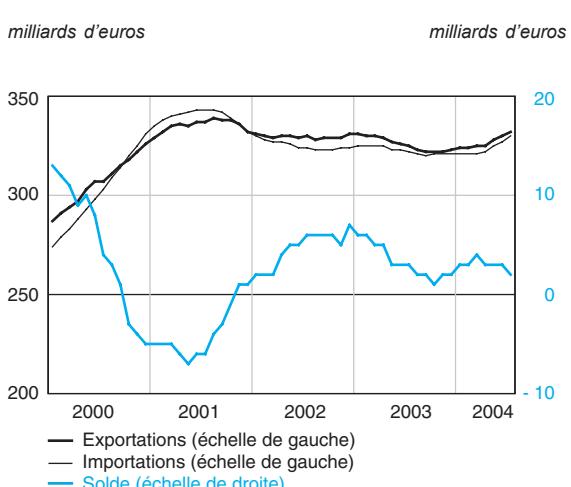
¹ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

1.4. Le commerce extérieur en juillet 2004

Selon les données estimées par la direction des Douanes, la balance commerciale a été déficitaire en juillet 2004, comme lors des deux mois précédents. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde reste toutefois légèrement excédentaire.

Commerce extérieur

Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Poursuivant sur leur lancée des mois précédents, les exportations et les importations ont augmenté de, respectivement, 1,6 % et 1,5 % en données cvs par rapport à juin.

Par produits, en données CAF-FAB cvs, les exportations de biens d'équipement ont bondi de 6,4 % en juillet, en liaison avec un haut niveau des livraisons d'Airbus et une accélération des ventes d'équipements mécaniques. Mais une telle évolution reste isolée, les exportations étant stables ou en baisse pour les autres catégories de produits. Concernant les importations, les flux sont dynamiques également pour les biens d'équipement (+ 4,8 %) et pour les produits de l'industrie automobile (+ 6,5 %). En outre, le montant des approvisionnements énergétiques continue à progresser.

Sur le plan géographique, le déficit vis-à-vis des pays de la zone euro s'est creusé de 0,4 milliard d'euros, à -0,7 milliard, les importations ayant crû de 2,6 %, tandis que les exportations se sont stabilisées. La croissance des exportations touche essentiellement les zones et pays émergents, avec lesquels les soldes

sont en amélioration. Ainsi, le déficit à l'égard de l'Asie s'est réduit de 0,2 milliard, à 1,2 milliard, sous l'effet d'une hausse de 6,6 % des ventes (et de plus de 20 % en deux mois). Les excédents bilatéraux avec l'Afrique et avec le Proche et Moyen-Orient ont respectivement augmenté de 0,3 et 0,1 milliard, gonflés par l'essor des exportations de biens d'équipement mécanique et de matériel de transport.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en juillet 2004

En données cvs, le compte de transactions courantes présente un déficit pour le troisième mois consécutif. En données brutes, le solde affiche également un léger déficit, comme en juillet 2003.

Le déficit des échanges de biens est contenu à 21 millions en données cvs, les importations se tassant (- 1 %) après cinq mois consécutifs de croissance, tandis que les exportations se stabilisent (- 0,3 %).

Après un fléchissement au mois de juin, les échanges de services hors voyages reprennent de la vigueur, avec une progression de 4,1 % des recettes et de 2,3 % des dépenses en données cvs.

En données brutes, l'excédent des voyages (1,5 milliard) reste élevé, mais il est en forte diminution, tant par rapport à juillet 2003 (1,7 milliard) que par comparaison avec juillet 2002 (2,1 milliards). Si l'érosion des recettes constatée en juillet 2003 s'est interrompue, on observe cette fois une accélération marquée des dépenses des résidents à l'étranger.

Sous l'effet d'une hausse de 13,3 % des recettes, le solde des revenus se raffermit en données cvs, à 0,9 milliard contre 0,2 milliard en juin.

En données brutes, les revenus d'investissements accusent un déficit de 1 milliard ce mois-ci, équivalent à celui de juillet 2003. En dépit de l'arrivée à échéance d'une importante souche de BTAN, le déficit des revenus d'investissements de portefeuille baisse de 0,2 milliard, à - 1,5 milliard, en raison d'une augmentation marquée des recettes. En revanche, l'excédent des revenus d'investissements directs se contracte de 0,1 milliard, à 0,6 milliard, sous l'effet d'une hausse des versements de dividendes des entreprises résidentes à leur maison mère étrangère. Les transferts courants nets à destination de l'étranger, qui ne sont exprimés qu'en données non corrigées

des variations saisonnières, ont légèrement diminué par rapport à juillet 2003, à 2 milliards, suite notamment à une diminution des opérations des administrations publiques résidentes.

Le compte financier a enregistré des sorties de capitaux à hauteur de 15,7 milliards en juillet 2004.

Le solde débiteur des investissements directs s'est élargi au mois de juillet, à - 3,5 milliards, contre - 1,8 milliard en juin. Les investissements français à l'étranger ont augmenté de plus de 50 % par rapport au mois précédent, essentiellement sous l'effet d'un accroissement des « autres opérations » (prêts et flux de trésorerie d'entreprises françaises en faveur de sociétés affiliées non résidentes). De leur côté, les investissements directs étrangers en France ont également augmenté, mais dans une moindre mesure et uniquement du fait d'une reprise des « autres opérations ».

Contrastant avec le mois précédent, les investissements de portefeuille ont fait apparaître des sorties nettes de capitaux à hauteur de 26,5 milliards en juillet. Les achats de titres étrangers par les résidents sont passés de 4,8 milliards à 32,8 milliards, sous l'effet d'une reprise des achats de valeurs obligataires (16,7 milliards, contre 0,5 milliard) et de titres du marché monétaire. En revanche, leurs acquisitions d'actions étrangères ont décliné, à 3,9 milliards, contre 18,7 milliards en juin. Il est à noter que les IFM ont réalisé à elles-seules la totalité des achats nets des résidents. S'agissant des opérations sur titres français, on observe une réduction de plus de moitié des achats nets de non-résidents, à 6,3 milliards, qui tient en premier lieu à une baisse des achats d'actions, en second lieu à d'importants remboursements de valeurs obligataires ou titres assimilés.

Les autres investissements (dépôts-crédits) ont donné lieu à des entrées nettes de 16,7 milliards, dont 6,4 milliards correspondent aux engagements nets contractés par les IFM résidentes vis-à-vis de l'étranger.

Sur les sept premiers mois 2004, le compte de transactions courantes est déficitaire de 3,2 milliards en données brutes. Il était excédentaire de 2,7 milliards lors de la période correspondante de 2003.

Par rapport aux sept premiers mois 2003, les échanges de biens se sont redressés, à l'exportation (+ 7 %) et à l'importation (+ 6,2 %). L'excédent a progressé, à 1,9 milliard, contre 0,4 milliard.

Les recettes de services hors voyages, en revanche, ont fléchi (- 4,1 %), ce qui a entraîné une dégradation de 1,2 milliard du solde, à - 0,9 milliard. Parmi les rubriques les plus affectées, figurent le transport aérien, les services d'assurance, les services financiers ainsi que l'ensemble des « autres services aux entreprises ». En revanche, les soldes des « autres transports », des services de communication et des services audiovisuels se sont redressés.

Le solde des voyages a décliné de 0,8 milliard par comparaison avec les sept premiers mois 2003, à 6 milliards, la croissance des dépenses ayant été plus sensible que celle des recettes.

Sur les sept premiers mois de l'année, les revenus affichent un déficit de 1,4 milliard, alors qu'ils dégageaient un excédent de 2,7 milliards sur la période équivalente de l'année 2003. Toutes les composantes des revenus d'investissements ont vu leur solde se détériorer.

Les transferts courants nets à destination de l'étranger se sont accrus de 1,2 milliard, à 8,9 milliards, malgré une réduction des versements nets des administrations publiques à l'étranger.

Le compte de capital, déficitaire de 8 milliards sur les sept premiers mois 2003 avec, notamment, un abandon de créances d'une grande entreprise résidente vis-à-vis de l'une de ses filiales dans la zone euro, dégage un excédent de 0,7 milliard sur la période correspondante de 2004.

Le compte financier affiche un solde débiteur de 18 milliards sur les sept premiers mois 2004.

Concernant les investissements directs français à l'étranger, une certaine stabilité des flux prévaut, avec une hausse de 4 % des flux par rapport aux sept premiers mois 2003, à 31,4 milliards, alors que les investissements étrangers en France baissent de 21 %, à 17,7 milliards. Dans les deux cas toutefois, on note une remontée des opérations en capital, qui traduit une reprise des fusions et acquisitions transfrontières et une réduction des opérations de désinvestissement, fort nombreuses l'année dernière.

Les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux de 63,5 milliards depuis le début de l'année. Ils présentaient un solde équilibré sur les sept premiers mois 2003. Les achats de titres étrangers par les résidents ont augmenté de plus de 40 % d'une période à l'autre, à 128,9 milliards, sous l'effet d'un accroissement des acquisitions sur tous les compartiments du marché. À l'inverse, les investissements de portefeuille des non-résidents ont diminué de 29 %, à 65,4 milliards. Les non-résidents ont nettement réduit leurs achats d'obligations, augmentant en contrepartie, mais pour des montants inférieurs, leurs acquisitions de titres du marché monétaire.

Les autres investissements (dépôts-crédits) se sont soldés par des entrées nettes de 58,6 milliards au cours des sept premiers mois 2004. Dans un contexte d'intense activité transfrontière, illustré par l'octroi de crédits à hauteur de 65,1 milliards et une progression des engagements de 105,3 milliards, les IFM résidentes ont effectué des emprunts nets de 40,2 milliards, presque exclusivement en devises.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 2002 (b)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (b)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	- 4 595	- 1 846	1 034	- 160	2 694	- 3 189
Biens	7 964	1 568	160	- 591	37	990	396	1 889
Services	18 169	13 044	1 078	1 036	1 435	1 141	7 248	5 183
Total « Biens et services »	26 133	14 612	1 238	445	1 472	2 131	7 644	7 072
– Recettes	416 602	407 059	35 772	34 495	39 445	37 027	238 167	250 237
– Dépenses	390 469	392 447	34 534	34 050	37 973	34 896	230 523	243 165
Revenus	4 229	6 920	- 4 571	- 743	1 928	- 301	2 751	- 1 365
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	- 1 262	- 1 548	- 2 366	- 1 990	- 7 701	- 8 896
Compte de capital	- 186	- 7 671	53	93	165	99	- 8 049	715
Compte financier	- 20 603	- 2 399	2 076	- 4 046	7 693	- 15 722	9 372	- 18 016
Investissements directs	- 561	- 9 124	- 2 839	- 3 442	- 1 769	- 3 457	- 7 760	- 13 692
– Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	- 4 643	- 4 786	- 4 381	- 6 600	- 30 285	- 31 390
– Étrangers en France	51 965	41 627	1 804	1 344	2 612	3 143	22 525	17 698
Investissements de portefeuille	- 20 166	- 9 256	- 8 235	- 7 840	10 048	- 26 548	42	
– Avoirs	- 92 502	- 130 670	- 15 612	- 17 056	- 4 759	- 32 827	- 91 924	- 128 890
– Engagements	72 336	121 414	7 377	9 216	14 807	6 279	91 966	65 420
Produits financiers dérivés	5 507	- 6 068	354	401	- 787	302	- 4 306	3 999
Autres investissements	- 9 584	24 220	14 265	5 714	1 595	16 675	22 573	58 611
– Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 31 776	- 603	15 568	5 310	- 30 623	- 48 404
– Engagements	25 643	42 270	46 041	6 317	- 13 973	11 365	53 196	107 015
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	- 1 469	1 121	- 1 394	- 2 694	- 1 177	- 3 464
Erreurs et omissions nettes	5 423	5 229	2 466	5 799	- 8 892	15 783	- 4 017	20 490

(a) Chiffres définitifs

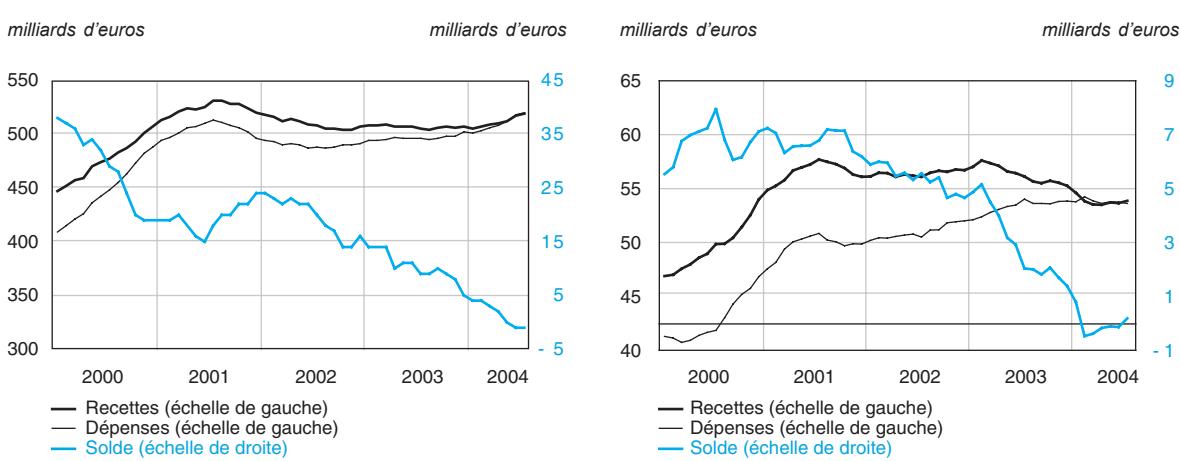
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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

Transactions courantes

Douze mois glissants (données brutes)

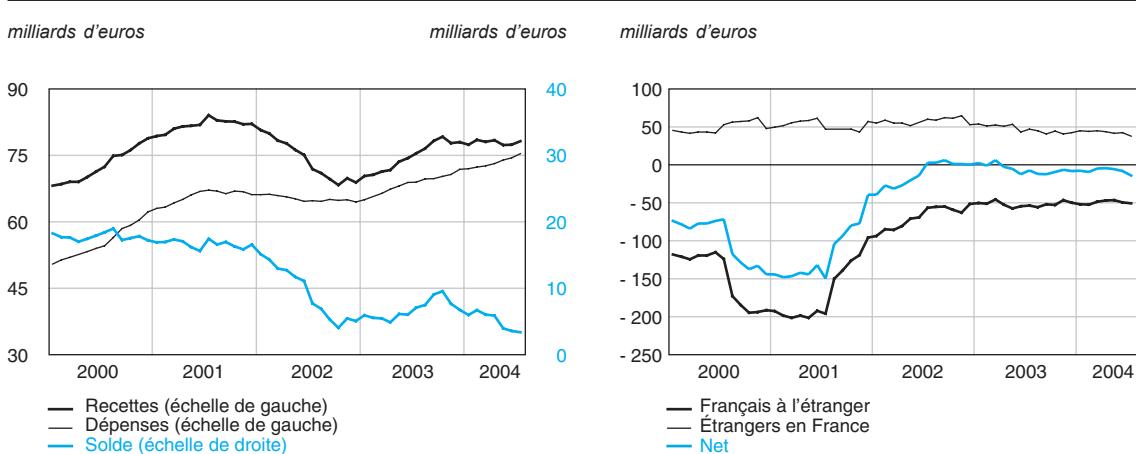


Services (hors voyages)

Douze mois glissants (cvs)

Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs

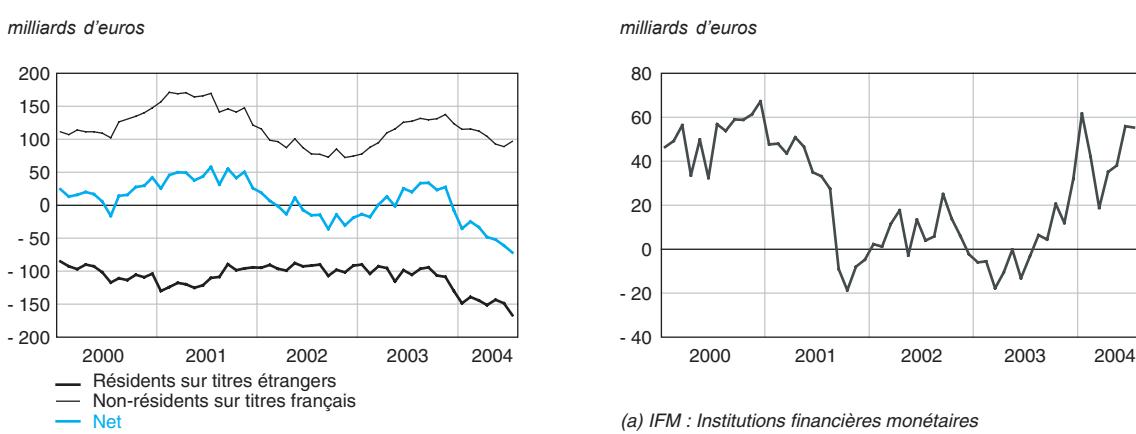
(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



Autres investissements nets des IFM (a)

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(a) IFM : Institutions financières monétaires

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 monétaires¹ ont enregistré les évolutions suivantes :

- la progression annuelle de l'*agrégat M3* s'est établie à 5,5 % en juillet, après 5,4 % en juin. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'est élevée à 5,2 % pour la période allant d'avril à juillet 2004, sans changement par rapport à la période précédente ;
- le taux de progression annuelle de la circulation fiduciaire a légèrement diminué, tout en restant élevé (20,0 % en juillet, après 21,1 % en juin). La progression des dépôts à vue s'est accélérée en juillet, à 8,6 %, après 7,7 %. Au total, le taux de croissance de l'ensemble des moyens de paiement *M1* s'est renforcé, passant à 10,1 %, après 9,6 % ;
- la progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de *M2 – M1* est restée inchangée en juillet, à 1,7 %. La contraction des dépôts à terme de moins de deux ans s'est un peu atténuée (-6,3 %, après -6,8 %) et la progression annuelle des dépôts avec préavis de moins de trois mois s'est établie à 7,4 %, après 8,0 %. Le taux de croissance annuel de l'*agrégat M2* a ainsi légèrement augmenté, s'établissant à 5,9 % en juillet, après 5,7 % ;
- la croissance annuelle des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* a ralenti en juillet (2,9 %, après 3,6 %) du fait de la baisse du taux de croissance annuel des OPCVM monétaires (3,3 %, après 4,5 %). En revanche, le taux de progression des pensions s'est maintenu à 2,0 % et celui des titres de créances de maturité inférieure ou égale à deux ans s'est redressé (3,0 %, après 1,5 %).

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 Juillet 2004	Taux de croissance annuel (a) Juin 2004	Part dans la zone euro Juillet 2004	
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	425,2	21,1	20,0	
+ Dépôts à vue	2 407,4	7,7	8,6	
= M1	2 832,6	9,6	10,1	
+ autres dépôts monétaires	2 592,4	1,7	1,7	
= M2	5 425,0	5,7	5,9	
+ Instruments négociables	932,1	3,6	2,9	
= M3	6 357,2	5,4	5,5	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 347,9	6,0	6,2	
Créances sur le secteur privé (données cvs)	8 450,9	6,2	6,3	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	382,4	7,2	7,4	15,9
Comptes sur livrets	363,7	6,1	5,8	22,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	46,1	- 12,9	- 14,0	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	277,9	4,0	5,9	45,3
Instruments du marché monétaire	50,6	- 0,7	2,4	76,3
Crédits au secteur privé (c)	1 226,3	6,4	6,5	16,7
Endettement intérieur total (d)	2 778,7	5,5	5,5	
dont : Administrations publiques	1 019,4	8,0	7,5	
Sociétés non financières	1 128,8	1,4	1,8	
Ménages	630,5	9,2	9,4	

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

(b) Opérations des institutions financières et monétaires (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 accrue en juillet, à 6,3 %, après 6,2 %, en raison de l'accélération de la croissance des encours de crédit (6,2 %, après 6,0 %) et des placements des IFM en titres autres qu'actions (10,6 %, après 9,9 %). En revanche, la progression des actions et autres participations s'est ralenti (4,4 %, après 5,1 %). La contribution des *concours au secteur privé* à la croissance de M3 s'est établie à 8,3 points de croissance de M3 en juillet, après 8,2 points en juin ;
- la croissance annuelle des *concours aux administrations publiques* s'est atténuée en juillet (6,4 %, après 7,6 %), de même que leur contribution à la croissance de M3, qui s'est établie à 2,3 points de croissance de M3 en juillet, après 2,7 points en juin ;
- la contribution des *créances nettes sur l'extérieur* à la croissance annuelle de M3 s'est redressée : 0,8 point de croissance de M3 en juillet, au lieu de 0,1 point en juin.

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Juin 2004	Juillet 2004
Créances nettes sur l'extérieur	0,1	0,8
Concours au secteur privé	8,2	8,3
Concours aux administrations publiques	2,7	2,3
Ressources non monétaires	- 5,6	- 5,5
Divers	- 0,1	- 0,4
Total	4,8	5,4

Sources : BCE, calculs Banque de France

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

- le taux de croissance annuel des *dépôts à vue* a légèrement augmenté, passant à 7,4 % en juillet, après 7,2 % en juin ;

- la croissance des *livrets* a continué de se ralentir, tombant à 5,8 %, après 6,1 % ;
- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est accentuée, s'établissant à - 13,9 %, après - 12,9 % ;
- le rythme annuel de progression des placements en titres d'*OPCVM monétaires détenus par les résidents* s'est redressé, s'établissant à 5,9 %, après 4,0 % ;
- la progression des instruments du marché monétaire est redevenue positive : 2,4 %, après - 0,7 % en juin.

La croissance annuelle des *crédits des institutions financières monétaires au secteur privé français* s'est très légèrement renforcée, s'établissant à 6,5 % en juillet, après 6,4 % en juin.

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total est resté inchangé à 5,5 % en juillet. Il a augmenté pour les ménages et sociétés non financières et baissé pour les administrations publiques.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

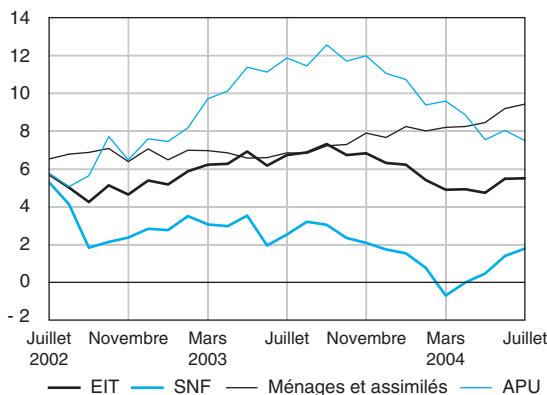
Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* (EIT) des agents non financiers est resté inchangé en juillet. L'accélération de l'endettement des sociétés non financières et des ménages a été compensée par le ralentissement de celui des APU.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
EIT	6,7	5,5	5,5
SNF	2,5	1,4	1,8
Ménages	6,9	9,2	9,4
APU	11,9	8,0	7,5

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
EIT	6,7	5,5	5,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	3,6	6,0	6,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents	3,4	6,5	6,9
Financements de marché	11,2	4,9	4,5
Financement monétaire du Trésor public	7,5	- 17,8	- 17,5

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

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Les augmentations de capital en numéraire, actions ou certificats d'investissement, se sont élevées en juillet 2004 à 8,3 milliards d'euros, pour l'essentiel (5,4 milliards) sous forme de valeurs non cotées. Les opérations concernant les titres cotés ou réalisées par appel public à l'épargne ont sensiblement augmenté, passant de 0,3 milliard d'euros en juin à 2,9 milliards en juillet.

En cumul sur les douze derniers mois, le total des augmentations de capital atteint 71,2 milliards d'euros, bénéficiant pour plus de 82 % à des sociétés non cotées et pour 90 % à des sociétés non financières.

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

	(en milliards d'euros)				
	Année 2002	Année 2003	Juillet 2003 à juin 2004	Août 2003 à juillet 2004	Juillet 2004
Sociétés non financières	86,9	83,8	65,6	64,5	5,8
Autres agents (a)	2,1	3,8	4,2	6,7	2,5
Total émis (b)	89,0	87,6	69,8	71,2	8,3

- (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

Source : Euronext, Banque de France

2.2.1 L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

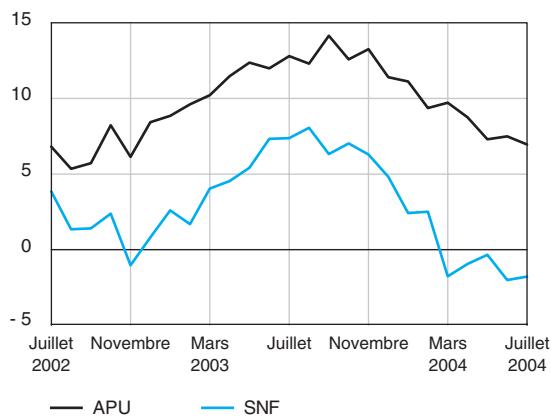
Le taux de croissance annuel de l'endettement sous forme de titres des administrations publiques sur les marchés de titres de dette a diminué. La contraction de l'encours de titres émis des sociétés non financières s'est atténuée.

Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Endettement sur les marchés	11,2	4,9	4,5
Administrations publiques	12,8	7,5	7,0
≤ 1 an	43,0	4,1	0,9
> 1 an	9,4	8,0	7,9
Sociétés non financières	7,4	- 2,0	- 1,8
≤ 1 an	- 5,7	- 0,7	- 2,3
> 1 an	9,9	- 2,2	- 1,7

Endettement des sociétés non financières (SNF) et des APU sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Les émissions brutes de titres de dette à plus d'un an ont été un peu moins nourries en juillet qu'en juin (24 milliards d'euros contre 29,6 milliards). Les émissions nettes ont à nouveau reculé, atteignant – 6,7 milliards d'euros contre 14,9 milliards le mois dernier. Des remboursements nets importants ont été enregistrés de la part de l'État et des autres administrations publiques, à hauteur de 11 milliards d'euros.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

	Émissions de titres de dette à long terme des résidents (en milliards d'euros)					
	Année 2003	Émissions nettes Juillet 2003 à juin 2004	Émissions nettes Août 2003 à juillet 2004	Émissions brutes Juillet 2003 à juin 2004	Émissions brutes Août 2003 à juillet 2004	Encours Juillet 2004
Sociétés non financières	23,1	- 6,0	- 4,6	1,4	38,4	37,2
dont : devises	2,6	4,5	4,0	- 0,3	7,0	6,0
État	50,1	49,2	52,0	- 6,7	131,2	129,4
Administrations publiques (hors État)	14,8	8,1	3,9	- 4,3	9,4	9,5
dont : devises	- 0,2	0,2	0,2	0,0	0,8	0,8
Institutions financières monétaires	34,7	30,1	30,1	3,0	93,3	91,4
dont : devises	8,5	8,8	9,2	0,8	22,5	22,0
Institutions financières non monétaires	0,7	- 1,7	- 1,7	- 0,1	1,7	2,1
dont : devises	0,0	- 0,1	- 0,1	0,0	0,0	0,0
Total	123,3	79,7	79,7	- 6,7	274,0	269,6
dont : devises	10,9	13,4	13,3	0,5	30,3	28,9

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

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

	(en milliards d'euros)							
	Année 2003	Émissions nettes		Émissions brutes		Encours à fin août 2004		
		Août 2003 à juillet 2004	Septembre 2003 à août 2004	Août 2004	Août 2003 à juillet 2004			
Sociétés non financières	- 2,0	- 18,6	- 19,2	- 0,5	7,3	7,2	0,4	111,6
État	33,3	32,8	33,1	0,0	75,8	75,9	0,0	541,5
Administrations publiques (hors État)	14,9	5,0	5,1	0,0	8,4	8,4	0,0	39,6
Institutions financières monétaires	- 1,9	0,8	- 0,1	- 0,7	18,3	18,3	0,3	161,8
Institutions financières non monétaires	1,0	- 1,9	- 1,9	0,0	0,8	0,8	0,0	24,7
Total	43,4	18,1	17,0	- 1,2	110,6	110,6	0,7	879,2

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont la date de règlement est intervenue au cours du mois d'août 2004 ont totalisé 0,7 milliard d'euros, contre 9,5 milliards le mois précédent. La contraction des volumes émis a concerné essentiellement les émissions du Trésor.

La dette obligataire de l'État est demeurée inchangée (541,5 milliards d'euros).

Le secteur des institutions financières monétaires a procédé à des remboursements nets pour 0,7 milliard d'euros. Au cours des 12 derniers mois, l'encours émis sur le marché domestique a diminué de 0,1 milliard d'euros.

L'endettement obligataire des sociétés non financières s'est contracté de 0,5 milliard d'euros en juillet.

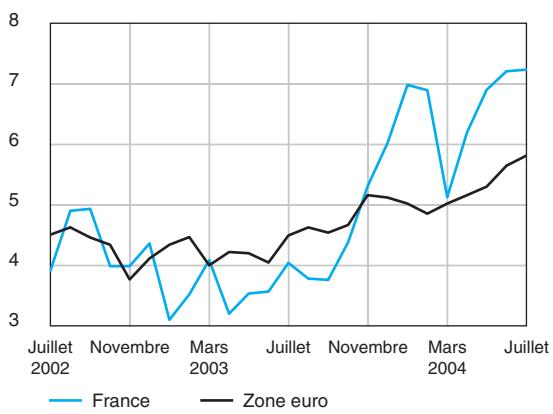
Au total, l'endettement obligataire des résidents sur le marché domestique a diminué de 1,2 milliard d'euros.

2.2.2 L'évolution des crédits**Les crédits des institutions financières monétaires**

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a conservé un rythme soutenu de 7,2 %.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Crédits des IFM	4,0	7,2	7,2
Banques	3,8	6,4	6,7
CDC et CNE	6,9	12,1	11,7
Établissements spécialisés	2,5	8,4	7,2

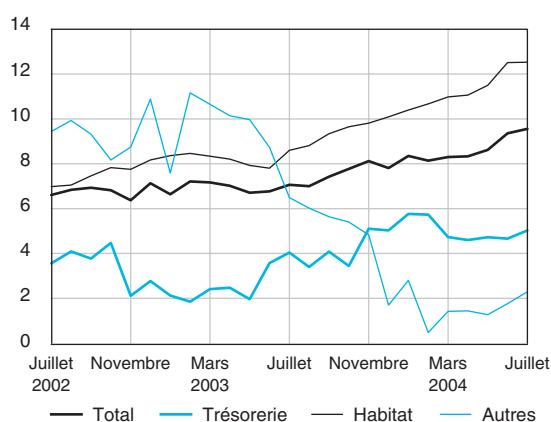
La croissance de l'encours des crédits distribués par les banques s'est renforcée, mais a fléchi pour ceux produits par les établissements spécialisés.

Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Crédits des IFM :	4,0	7,2	7,2
Aux administrations publiques	9,7	14,6	14,3
Au secteur privé	3,5	6,4	6,5
dont :			
Crédits des EC aux ménages	7,1	9,4	9,6
dans : Trésorerie	4,0	4,7	5,0
Habitat	8,6	12,5	12,5
Crédits des EC aux SNF			
aux sociétés non financières	- 0,7	1,5	2,0
dans : Trésorerie	- 8,9	- 6,1	- 5,1
Investissement	3,0	3,9	3,7

Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)

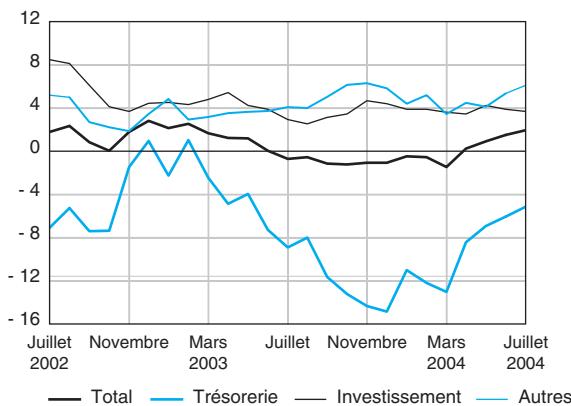


Le taux de croissance annuel des crédits consentis par les institutions financières monétaires aux administrations publiques a diminué, alors que celui

des crédits accordés aux ménages et aux sociétés non financières a augmenté. Les ménages ont bénéficié d'une accélération de la progression de leurs crédits de trésorerie et les sociétés non financières ont enregistré un ralentissement de la contraction de leurs encours.

Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux d'intérêt débiteurs

Taux débiteurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Crédits à la consommation (a)			
Zone euro	7,04	6,80	6,89
France	6,90	6,31	6,64
Crédits à l'habitat aux ménages (b)			
Zone euro	4,68	4,78	4,69
France	4,44	4,35	4,35
Crédits aux SNF (c)			
Zone euro	4,16	3,94	4,03
France	3,51	3,37	3,68
Crédits aux SNF (d)			
Zone euro	3,08	2,91	3,03
France	2,86	2,97	2,99

(a) Période de fixation initiale du taux ($PFIT \geq 1$ an et < 5 ans)

(b) $PFIT \geq 10$ ans

(c) $PFIT < 1$ an et montant initial < 1 million d'euros

(d) $PFIT \geq 1$ an et montant initial ≥ 1 million d'euros

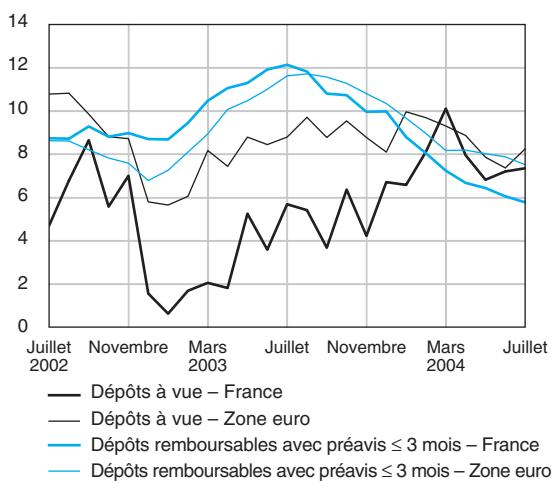
Sources : BCE, Banque de France

2.3. Les placements intermédiaires

Les placements auprès des institutions financières monétaires

Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

(taux de croissance annuel en %)

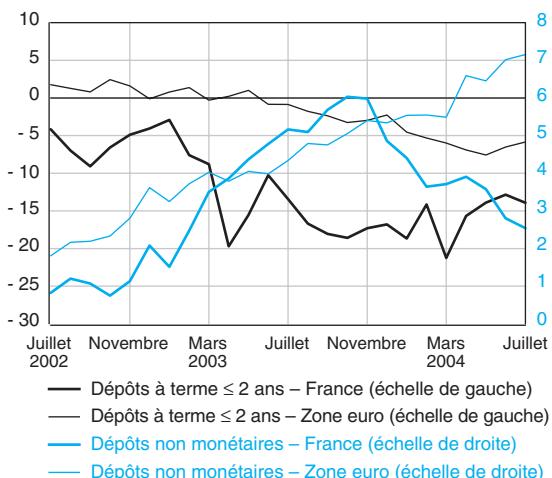


Sources : BCE, Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue a légèrement progressé en juillet alors celui des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois a continué de se replier.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



La contraction des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à deux ans s'est renforcée en juillet. Le rythme de progression des dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans a un peu baissé.

Dépôts à vue (France)

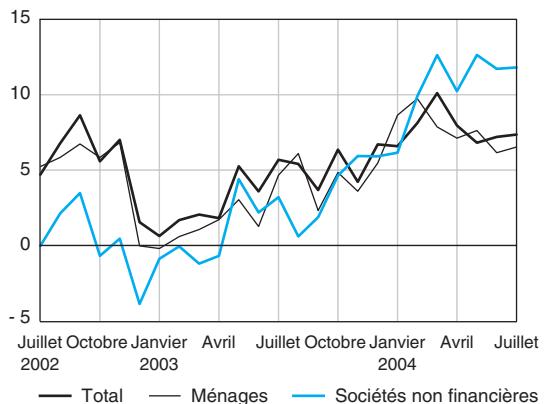
(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Dépôts à vue	5,7	7,2	7,4
Ménages	4,7	6,2	6,5
Sociétés non financières	3,2	11,7	11,8
Autres	-7,4	26,7	35,0

La progression des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières s'est renforcée en juillet, de même que celle des dépôts des administrations centrales.

Dépôts à vue par agents (France)

(taux de croissance annuel en %)



Comptes sur livret (France)

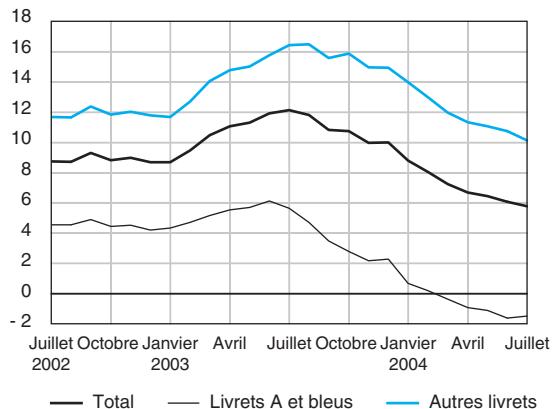
(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Comptes sur livret	12,1	6,1	5,8
Livrets A et bleus	5,6	-1,6	-1,5
Livrets soumis à l'impôt	34,5	18,2	17,0
Livrets d'épargne populaire	6,2	8,8	8,4
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	8,6	4,8	4,5

Le rythme de croissance annuelle de l'ensemble des comptes sur livrets a continué de flétrir. La contraction des livrets A et bleus s'est très légèrement atténuée ; toutes les autres catégories de livrets ont enregistré un ralentissement de leur progression en juillet.

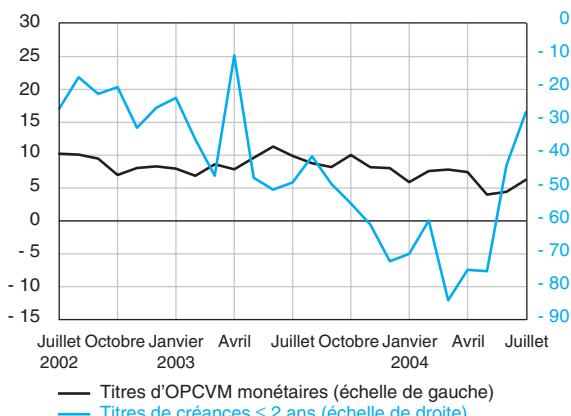
Comptes sur livret (France)

(taux de croissance annuel en %)



Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



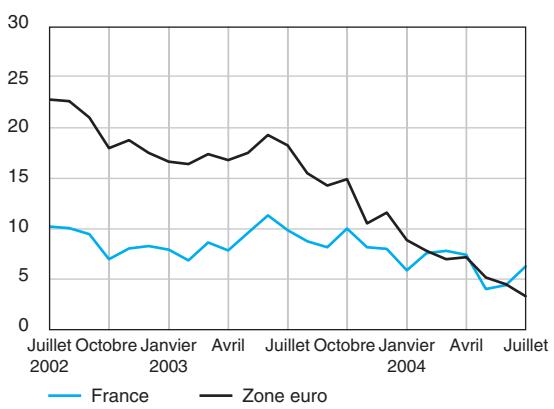
Placements rémunérés à court terme aux taux du marché monétaire (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	0,4	0,0	2,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 13,4	- 12,9	- 13,9
Titres d'OPCVM monétaires	9,9	4,4	6,3
Titres de créances ≤ 2 ans	- 48,3	- 43,0	- 26,9
Pensions	27,4	19,8	15,7

Nul en juin, le taux de croissance annuel des placements à court terme rémunérés à des taux de marché est redevenu positif en juillet. La progression des titres d'OPCVM monétaires s'est nettement renforcée, tandis que celle des pensions a fléchi. La contraction des placements sur les titres de créances d'une durée initiale inférieure à deux ans s'est atténuée, alors que celle des dépôts à terme s'est accentuée.

Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

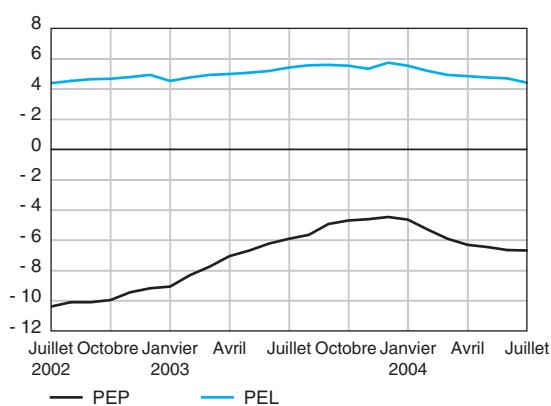
Dépôts non monétaires (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Dépôts non monétaires	5,2	2,8	2,5
dont : PEP bancaires	- 5,9	- 6,6	- 6,7
PEL	5,4	4,7	4,4

Le fléchissement du rythme de progression des dépôts non monétaires traduit le léger ralentissement des plans d'épargne logement (PEL) et l'accentuation de la contraction des plans d'épargne populaire.

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	Juillet 2004
OPCVM obligations	29,2	28,1	29,0
OPCVM actions	25,0	26,4	27,0
OPCVM diversifiés	36,2	35,2	35,3
OPCVM garantis	9,6	10,3	8,7
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorité des marchés financiers

Par rapport à décembre 2003, la part des OPCVM « garantis » s'est restreinte au profit de celles des OPCVM « diversifiés », « actions » et surtout « obligations ».

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	(flux sur douze mois par rapport aux encours, en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Juin 2004	Juillet 2004
OPCVM obligations	- 8,2	- 4,6	- 3,9	- 3,8
OPCVM actions	3,3	1,4	2,2	4,0
OPCVM diversifiés	- 4,5	- 1,1	7,0	6,4

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

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

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

	(en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Juin 2004	Juillet 2004
OPCVM obligations	7,2	4,1	1,8	3,1
OPCVM actions	- 31,7	14,8	18,6	11,6
OPCVM diversifiés	- 14,1	7,8	7,4	5,3

(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

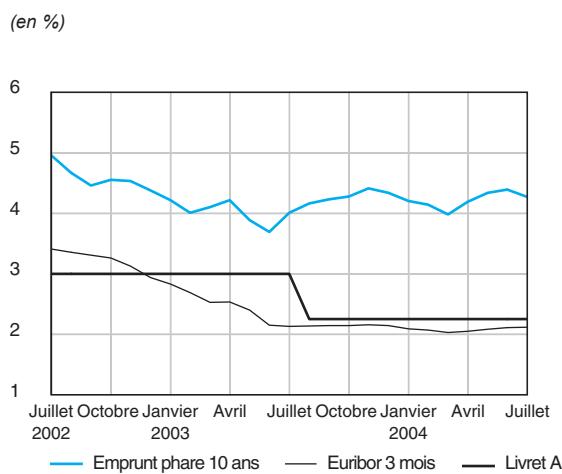
Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » s'est sensiblement redressé ; celui des titres d'OPCVM « diversifiés » a baissé, de même que celui des titres d'OPCVM « actions ».

Les taux d'intérêt créditeurs

Sur les marchés, la moyenne mensuelle du taux d'intérêt à court terme est restée quasiment inchangée, alors que celle du taux d'intérêt à long terme a diminué.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Euribor 3 mois	2,13	2,11	2,12
Emprunt phare 10 ans	4,01	4,39	4,27
Livret A	3,00	2,25	2,25

Taux de marché et taux réglementés

Sources : BCE, Banque de France

Taux créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Juillet 2003	Juin 2004	Juillet 2004
Dépôts à vue			
Zone euro	0,68	0,70	0,70
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,14	2,00	1,99
France	3,04	2,55	2,58
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	2,08	1,92	1,89
France	2,55	2,56	2,48
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	3,43	3,32	3,25
France	3,70	3,62	3,60

Sources : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Dans le contexte d'une décélération de la croissance mondiale au deuxième trimestre, les anticipations de resserrements monétaires ont été revues à la baisse et les rendements obligataires se sont détendus significativement. Parallèlement, sur les marchés de change, les principales devises ont enregistré d'assez fortes fluctuations : au total, l'euro a légèrement progressé face au dollar, mais s'est déprécié face au yen. Enfin, les marchés boursiers ont enregistré des performances contrastées et se sont, pour la plupart, inscrits en légère baisse.

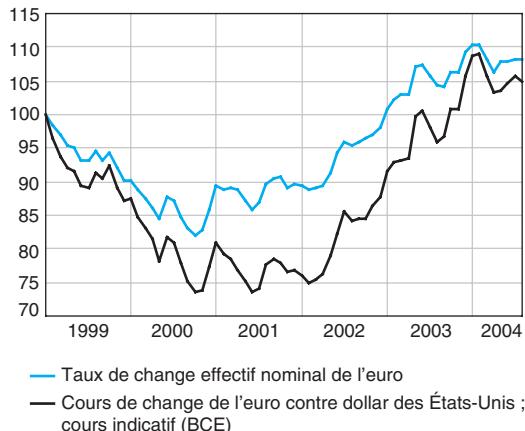
3.1. Les marchés de change et de matières premières

Au cours du mois d'août, l'euro a fluctué dans une fourchette relativement large contre dollar (1,2035-1,234) et contre yen (131,84 à 137,01), mais a finalement clôturé la période sur des variations modérées : il a progressé de 0,75 % contre dollar (passant de 1,2075 à 1,2165) et a cédé 0,56% contre yen (passant de 133,73 à 132,98).

En début de mois, le dollar s'est d'abord déprécié face à l'euro, principalement en réaction à la publication des chiffres de l'emploi américain et au nouveau creusement du déficit commercial (- 55,8 milliards de dollars en juillet, après - 46,0 milliards en juin). La décision prise le 10 août par le Système fédéral de réserve de relever les taux directeurs de 25 points de base était, en revanche, largement anticipée et n'a pas eu d'impact significatif sur le marché des changes. Le cours de l'EUR/USD a ainsi enregistré un pic à 1,2373 le 14/08, contre 1.2035 en début de période. Toutefois, ce mouvement ne s'est pas poursuivi et la devise américaine s'est, en fin de période, redressée dans le sillage du reflux des prix du pétrole et de la publication des statistiques d'achats nets de titres d'État américain par les non-résidents (+ 71,8 milliards de dollars en juin, après + 65,2 milliards en mai).

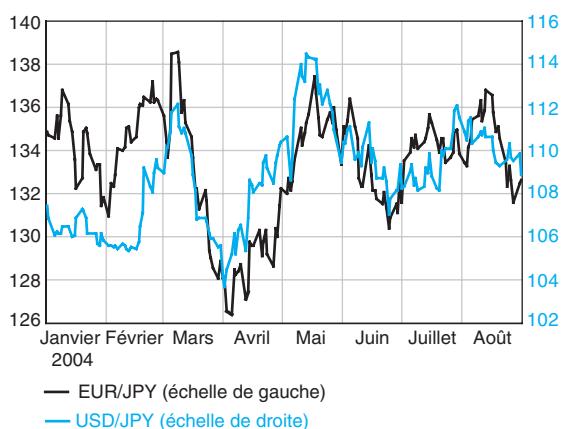
La volatilité implicite tirée des options de change sur le cours de l'EUR/USD est demeurée stable au cours du mois, passant de 9,63 % à 9,78 %. Le *risk reversal* à un mois s'est inscrit à - 0,15 le 31 août, contre 0 le 31 juillet.

Cours de change effectif de l'euro



Au terme d'évolutions contrastées, le yen a légèrement progressé face aux principales devises, et notamment face au dollar, passant de 110,75 à 109,30, soit une variation de 1,3 %. Cette évolution a été enregistrée malgré la publication d'indices économiques moins bien orientés au Japon et malgré les inquiétudes liées à l'impact de la hausse des prix du pétrole.

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



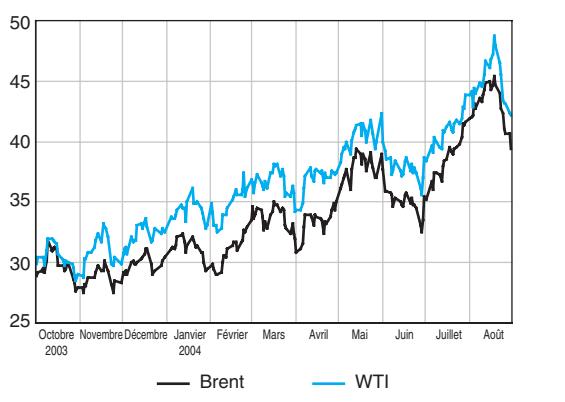
Le livre britannique s'est déprécié au cours de la période sous revue vis-à-vis de l'euro (- 2,5 %) et du dollar (- 1,29 %), malgré la hausse, largement

anticipée, des taux directeurs de la Banque d'Angleterre de 25 points de base (5^e hausse depuis novembre 2003, portant le taux directeur à 4,75 %). La période a été marquée par la publication de données économiques moins bonnes qu'attendues et par les signes d'un ralentissement du marché immobilier.

En liaison avec un contexte international toujours très incertain et la montée spéculative des cours du pétrole, le cours de l'or a rebondi, dépassant nettement le niveau de USD 412 l'once pour s'établir, en fin de période, à des niveaux qui n'étaient plus observés depuis le mois d'avril, autour de 410 dollars l'once.

Les prix du pétrole ont atteint des niveaux records (le prix du baril à Londres — référence *Brent* — a enregistré un pic à 45,42 dollars le 19 août) notamment en raison d'incertitudes sur la production en Irak, en Russie et au Venezuela. Cependant, en fin de période, la reprise du transport du brut à son niveau habituel en Irak a atténué les tensions haussières, le baril de *Brent* revenant à 39,33 dollars.

Prix du baril de pétrole en dollars depuis octobre 2003



3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Poursuite du mouvement de repli des rendements obligataires et des taux courts anticipés aux États-Unis

Le 10 août, le Système fédéral de réserve a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 1,50 %, après un premier resserrement monétaire de la même ampleur le 30 juin dernier. Cette décision n'a eu que peu d'impact sur les marchés obligataires, dans la mesure où elle était largement attendue.

En revanche, les incertitudes sur les perspectives de croissance suscitées par les données économiques publiées en août et la vive hausse du prix du pétrole ont entraîné une révision à la baisse du scénario de hausse des taux du Système fédéral de réserve par les opérateurs : les taux implicites des contrats *Fed Funds* ont sensiblement reculé, l'échéance décembre 2004 passant de 2,07 % à 1,91 % et l'échéance mars 2005 de 27 points de base de 2,44 % à 2,17 %. Parallèlement, la courbe des rendements obligataires américains s'est déplacée vers le bas, les taux à 2 et 10 ans se repliant de 28 et 35 points de base, à, respectivement, 2,40 % et 4,12 %.

Le taux de rendement à 10 ans américain est ainsi revenu à son plus bas niveau depuis le mois d'avril. En conséquence, l'écart entre le rendement à 10 ans américain et son équivalent français a eu tendance à se réduire légèrement, pour terminer à environ 8 points de base.

Malgré la hausse des cours du pétrole, les points morts d'inflation tirés des obligations indexées sur l'inflation ont poursuivi leur repli (- 10 points de base sur le 10 ans pour s'établir à 2,34 % fin août), en liaison notamment avec les statistiques d'inflation publiées en août attestant d'une modération de l'inflation sous-jacente aux États-Unis (0,1 % pour juillet, contre 0,2 % attendu).

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



Forte détente des rendements au Japon

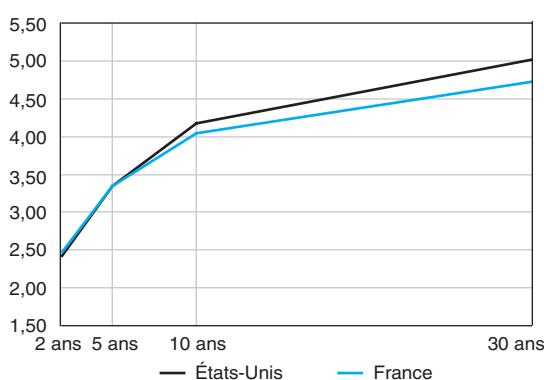
Dans le sillage des taux américains et dans un contexte de révision à la baisse de la croissance japonaise au second trimestre, la pente de la courbe des rendements japonais s'est aplatie. Les taux courts se sont repliés de 5 points de base sur les obligations de maturité 2 ans à 0,17 % et les rendements longs se sont détendus de 32 points de base sur le 10 ans à 1,54 %.

Repli des rendements dans la zone euro

Sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour, le taux de l'argent au jour le jour a fluctué dans une fourchette étroite, autour de 2,04 % pendant la majeure partie du mois d'août, à l'exception de la fin de la période de constitution des réserves obligatoires, le 10 août. De même, l'Euribor 3 mois au comptant s'inscrivait à 2,12 % le 31 août et restait inchangé par rapport à la fin juillet.

Malgré la publication de statistiques économiques de la zone euro globalement positives sur la période (croissance du PIB français au second trimestre à 0,8 % en France et 0,5 % en Allemagne ; en juin, hausse de 10,9 % en taux annuel des commandes industrielles de la zone euro), le repli des rendements obligataires américains s'est propagé au marché obligataire européen, en liaison avec les craintes des conséquences du renchérissement du prix du pétrole sur la reprise économique en Europe.

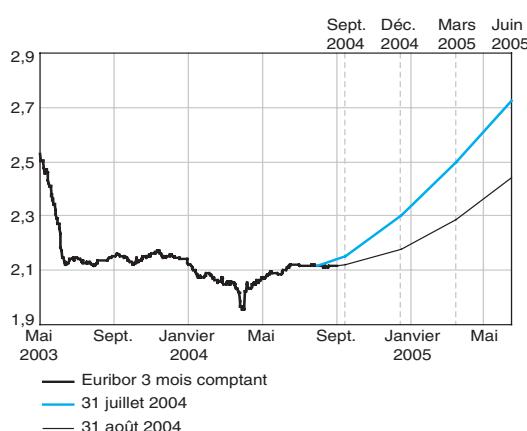
Courbe des taux en France et aux États-Unis à fin août 2004



Les anticipations de hausse des taux directeurs de la BCE se sont ainsi réduites : les taux implicites des contrats Euribor d'échéance décembre 2004 et mars 2005 ont reculé respectivement de 12 points de base à 2,18 % et 21 points de base à 2,29 % en fin de période.

Les rendements des titres d'État à 2 et 10 ans se sont également repliés de 20 points de base, respectivement à 2,20 % et 4,04 %.

Taux implicites des contrats Euribor 3 mois



Le repli de l'indice des prix à la consommation a permis un recul des points morts d'inflation tirés des obligations indexées sur inflation (OAT•i) : -4 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 2,16 %.

Par ailleurs, au sein de l'Union européenne, plusieurs resserrements monétaires ont été opérés. La Pologne a relevé son taux directeur de 50 points de base, le portant à 6,50 %, en réponse aux pressions inflationnistes. Le Royaume-Uni et la République Tchèque ont quant à eux augmenté leur taux directeur de 25 points de base à, respectivement, 4,75 % et 2,5 %. En revanche, en Hongrie, le taux directeur a été abaissé de 50 points de base, à 11 %.

Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	31 août 2004	31 juillet 2004	Variation
Industrielles AAA	15	15	0
Industrielles AA	23	25	-2
Financières AA	30	32	-2
Corporate BBB	77	82	-5
Industrielles BBB	73	76	-3
Télécom BBB	58	61	-3

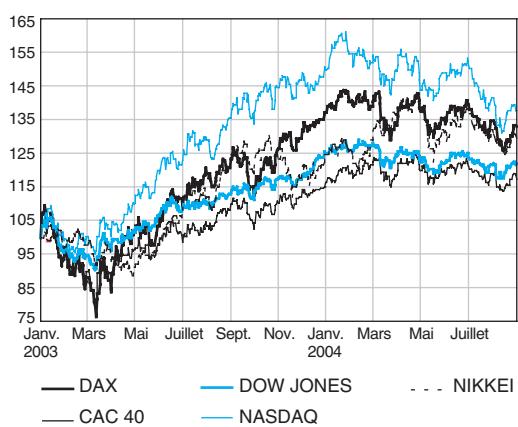
Source : Merrill Lynch, échéance cinq ans

La baisse des primes de signature des obligations privées s'est poursuivie au cours de la période sous revue malgré les inquiétudes ayant vu le jour sur le rythme de croissance outre-atlantique. Le marché de crédit a continué de bénéficier d'anticipations favorables en matière de résultats des sociétés.

3.3. Les marchés boursiers

La plupart des indices boursiers se sont inscrits en baisse au cours du mois d'août, reculant particulièrement dans la première quinzaine, en liaison avec les craintes sur la croissance économique internationale. Le repli des cours du pétrole en fin de période et des perspectives de résultats futurs des entreprises plus favorables ont néanmoins contribué à limiter le repli et, dans certains cas, à effacer totalement les pertes initiales.

Évolution des principaux indices boursiers



En Europe, le secteur automobile est resté sous pression (le sous-indice automobile de l'EuroStoxx 300 perdant 4,6 % sur la période), en liaison avec le recul des immatriculations de 7,1 % en juillet en Allemagne. *A contrario*, le secteur de la santé a nettement progressé au mois d'août (+ 2,5 %), avec le succès confirmé de rapprochements dans le secteur en France. De ce fait, le recul de l'indice CAC 40 en août a été plus modéré que celui de la plupart des autres indices européens, confortant ainsi la relative meilleure performance de cet indice depuis le début de l'année 2004.

Indices boursiers

	Niveau au 31 août 2004	Variation / 30 juillet 2004	(variation en %) Variation / 31 déc. 2003
CAC 40	3 594,28	- 1,45	1,02
DAX	3 785,21	- 2,83	- 4,54
DJ EuroStoxx 50	2 670,79	- 1,81	- 3,26
FTSE	4 459,30	1,05	- 0,39
Nasdaq	1 838,10	- 2,61	- 7,98
Dow Jones	10 173,90	0,34	- 2,29
Nikkei	11 081,79	- 2,15	3,79

Aux États-Unis, après des anticipations de ventes pour le troisième trimestre en baisse, le net recul des producteurs de semi-conducteurs (- 12 % pour le sous-indice du S&P 500) a pesé tout au long du mois sur les marchés (Nasdaq : - 2,6 %). Cette tendance fut contrecarrée par le secteur internet qui a progressé de plus de 10 % sur la période.

Sur le marché japonais, le Nikkei a légèrement reculé, en liaison avec le renchérissement des importations énergétiques dont l'économie japonaise dépend fortement et avec les perspectives de ralentissement de la croissance. Le secteur de l'assurance a été le plus affecté (- 5,8 %), alors que le secteur bancaire a légèrement progressé (1,8%) suite aux surenchères auxquelles se livrent deux groupes bancaires japonais pour créer le premier groupe bancaire mondial en taille de bilan.

Les volatilités implicites tirées des options sur indices ont connu une hausse significative en début de mois (s'élevant à 19,1 % pour le S&P 500 et 22 % pour le DAX) après la publication du chiffre des créations d'emploi aux États-Unis. Les volatilités ont retrouvé leurs niveaux historiquement bas en fin de mois, pour s'inscrire à 15,3 % pour le S&P 500 et à 19,5 % pour le DAX.

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 %)

	Juillet 2004		Moyenne année 2004	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	372,22	64,26	357,43	60,13
Pensions à taux fixe	128,78	22,23	101,90	17,13
Pensions à taux variable	243,44	42,03	255,52	43,00
BTAN	126,07	21,76	156,87	26,24
Pensions à taux fixe	33,60	5,80	38,07	6,34
Pensions à taux variable	92,47	15,96	118,80	19,90
BTF	80,97	13,98	80,85	13,63
Pensions à taux fixe	15,64	2,70	15,22	2,56
Pensions à taux variable	65,32	11,28	65,63	11,06
TOTAL	579,26	100,00	595,15	100,00
Pensions à taux fixe	178,02	30,73	155,20	26,03
Pensions à taux variable	401,23	69,27	439,95	73,97

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %) [1]

Échéances	31 juillet au 6 août	7 au 13 août	14 au 20 août	21 au 27 août
1 jour	2,09	2,10	2,11	2,11
10 jours	(-)	(-)	(-)	(-)
30 jours	2,13	2,13	2,13	2,12
90 jours	2,18	2,16	2,17	2,21
180 jours	2,34	2,23	2,33	2,37

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	31 juillet au 6 août	7 au 13 août	14 au 20 août	21 au 27 août
1 jour	2,06	2,06	2,06	2,06
10 jours	2,00	2,04	2,04	2,00
30 jours	2,07	2,05	2,07	2,07
90 jours	2,18	2,14	2,15	2,15
180 jours	2,26	2,17	2,18	2,15

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 août	30 juillet	Variation
1 mois	2,01	2,01	0
3 mois	2,01	2,02	- 1
6 mois	2,04	2,07	- 3
12 mois	2,17	2,28	- 11
2 ans	2,44	2,65	- 21
5 ans	3,30	3,55	- 25

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

Titres de créances négociables	Émissions en août 2004		Encours à fin août 2004
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	379,9	- 2,9	336,3
Certificats de dépôt négociables	327,3	- 1,4	214,1
BMTN	0,5	0,0	52,8
Billets de trésorerie	52,1	- 1,5	69,4

Spreads billets de trésorerie — swaps

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

	A1/P1/F1	A2/P2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	Juin	1	5	5
	Juillet	0	5	4
	Août	1	6	5
3 mois	Juin	4	8	6
	Juillet	3	8	7
	Août	6	9	8

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

Au cours du mois d'août, on observe, aussi bien sur 1 mois que sur 3 mois, un très léger élargissement des spreads plus manifeste pour la population notée A-1+/F1+/A-1/P-1/F1 sur la durée du 3 mois (+ 3 points de base).

L'euro cinq ans après : réalisations et nouveaux défis

Discours prononcé par Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, dans le cadre du cursus HEC de l'université de Lausanne, le 25 mai 2004.

C'est un grand plaisir pour moi d'être ici pour vous parler de la monnaie unique européenne qui est l'une des réalisations les plus remarquables de l'Union européenne. Les pays européens ont longtemps été divisés, et le continent européen vient juste de se réunifier avec l'entrée de dix pays d'Europe centrale et orientale dans l'Union européenne.

Nous venons de célébrer, il y a quelques jours, le 54^e anniversaire de la fameuse déclaration de Robert Schumann, qui contient ces phrases célèbres : « L'Europe ne se fera pas en un jour [...] elle se fera à partir de réalisations concrètes [...] créant des solidarités de fait entre les peuples. » À vrai dire, il n'existe guère de fait qui crée davantage de solidarité que la monnaie et c'est pourquoi il s'agit d'une pierre fondamentale de l'édifice européen, même si elle ne concerne encore aujourd'hui que douze pays sur vingt-cinq.

Je voudrais vous présenter, tout d'abord, les réalisations de la politique monétaire unique et, en particulier, analyser la réussite de l'euro qui repose sur des fondements solides. J'aimerais, ensuite, aborder brièvement l'intégration économique : l'euro a effectivement constitué un facteur puissant d'intégration économique et financière, accentué aujourd'hui par son rôle international croissant. Ensuite, je voudrais souligner que l'UEM, pour être un plein succès, devra faire face à des défis tels que la cohésion budgétaire et les réformes structurelles.

1. La réussite de l'euro repose sur des fondements solides

L'euro repose tout d'abord sur deux fondements solides : la politique monétaire unique, d'une part, le bon fonctionnement de la coopération macroéconomique de l'UEM, d'autre part.

1.1. Les réalisations de la politique monétaire unique

Après cinq ans, la politique monétaire unique conduite par l'Eurosystème, c'est-à-dire l'ensemble constitué par la Banque centrale européenne et les douze banques centrales des pays membres de la zone euro, a été couronnée par de nombreux succès. Le passage à l'euro, sous forme scripturale puis fiduciaire, en constitue très certainement l'événement le plus emblématique. La monnaie unique a longtemps rencontré le scepticisme de nombreux observateurs qui estimaient peu réaliste, en premier lieu, de lancer une nouvelle monnaie, dont le nom lui-même n'a été fixé qu'au Conseil européen de Madrid de décembre 1995 et, en second lieu, d'envisager une politique monétaire unique pour un ensemble de pays qui, en dépit de la rapidité de leur convergence, n'en présentaient pas moins des disparités importantes. La perspective de la création de nouvelles institutions, en particulier la Banque centrale européenne, a également été à l'origine de très nombreux débats. Les questions étaient centrées principalement autour du cadre institutionnel et opérationnel et autour des stratégies d'une politique monétaire unique. Aujourd'hui, nous pouvons évaluer ses réalisations.

1.1.1. Un cadre institutionnel et opérationnel moderne

Une abondante littérature a été consacrée au cours de la dernière décennie aux questions relatives à l'indépendance des banques centrales, aux concepts de transparence et de stratégie monétaire ou encore à la communication des décisions de politique monétaire.

Ayant bénéficié de cette expertise analytique et de l'expérience des banques centrales nationales des pays membres, l'Eurosystème repose tout d'abord sur un cadre institutionnel moderne, fondé sur les principes d'indépendance, de transparence et de responsabilité et, enfin, de décentralisation opérationnelle.

L'indépendance de l'Eurosystème favorise la stabilité des prix

L'Eurosystème a pour mission prioritaire, d'après le Traité de Maastricht, d'assurer et de maintenir la stabilité des prix. Ainsi que l'ont montré de nombreux travaux empiriques, la performance anti-inflationniste d'une nation semble très fortement corrélée au degré d'indépendance de sa banque centrale. L'indépendance de la Banque centrale européenne et des douze banques centrales des pays membres de la zone euro est donc inscrite dans le Traité. Au plan fonctionnel, cela signifie que, dans l'exercice de leur mission, ni la Banque centrale européenne ni les banques centrales nationales de l'Eurosystème ne cherchent ni ne prennent d'instruction des institutions communautaires, des gouvernements nationaux ou d'une quelconque autre instance. Il s'agit là d'une pleine indépendance au sens institutionnel, opérationnel et financier.

La transparence et la responsabilité sont également essentielles pour gagner en crédibilité

Naturellement, l'indépendance de ces institutions a pour contrepartie la transparence de leurs décisions et la responsabilité vis-à-vis du public et de ses représentants. S'agissant d'institutions nouvelles, comme la BCE, la transparence est encore plus essentielle pour en asseoir la crédibilité et instaurer la confiance des agents économiques dans une monnaie. Pour établir cette crédibilité, pour gagner cette confiance des agents, il est absolument impératif d'être compris et pour cela, il est nécessaire d'être transparent.

Dans ce domaine également, les impératifs de responsabilité et de transparence sont inscrits dans le Traité en termes très généraux, mais l'Eurosystème est allé, dans plusieurs domaines, au-delà des obligations institutionnelles lui incomptant. En premier lieu, le Conseil des gouverneurs a précisé sa définition de la stabilité des prix (hausse inférieure, mais proche de 2 % à moyen terme). En deuxième lieu, la BCE est allée au-delà des exigences de responsabilité établies par le Traité en instituant des auditions régulières du président devant le Parlement européen et des réunions informelles régulières avec l'Eurogroupe des ministres des Finances. Un autre signe de transparence réside dans la publication régulière de rapports sur les évolutions économiques et des analyses de la Banque centrale, dont le *Bulletin mensuel* de la BCE constitue le vecteur le plus connu. Enfin, point le plus important, à l'issue de chacune des réunions consacrées aux décisions de politique monétaire, le président et le vice-président de la BCE tiennent une conférence de presse suivie d'un échange ouvert avec les journalistes, dont le détail est publié sur le site internet de la BCE. Il est peut-être important de rappeler que la BCE a été la première des banques centrales à se soumettre à ce type d'exercice qui fournit une occasion unique d'expliquer et de commenter les décisions de politique monétaire, immédiatement et de façon détaillée.

En revanche, le Conseil des gouverneurs de la BCE a choisi de ne pas publier les procès-verbaux de ses réunions. En effet, la publication des procès-verbaux présente certains inconvénients. Tout d'abord, lorsqu'ils sont très détaillés, les participants risquent de « parler pour le procès-verbal », alors que, lorsqu'ils ne sont pas détaillés, ils ne présentent guère plus d'intérêt qu'un simple communiqué. Ensuite, ils peuvent compliquer l'évolution des prises de position de ses membres à la lumière des arguments développés. Enfin, ce qui est le plus important, dans le cas de la zone euro, l'analyse des votes pourrait être lue et interprétée à la lumière de préoccupations ou d'intérêts nationaux, ce qui serait fallacieux et pourrait menacer à la fois l'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs et la crédibilité de nos processus de prise de décision.

L'Eurosystème repose sur la décentralisation opérationnelle

Le troisième élément, la décentralisation opérationnelle, constitue une caractéristique essentielle de l'Eurosystème. La répartition des rôles entre la BCE et les banques centrales nationales constitue l'un des éléments de sa cohésion et son moteur principal. Selon ce principe, les décisions de politique monétaire sont prises de façon centralisée, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, mais mises en œuvre par les banques centrales nationales. Contrairement aux États-Unis,

l'utilisation de technologies et de moyens de communication modernes a permis de réaliser les opérations de marché de façon simultanée dans toutes les banques centrales nationales et non pas de les concentrer en un point géographique donné. Le même dispositif s'applique à d'autres domaines monétaires (gestion de trésorerie, systèmes de paiement, etc.).

L'Eurosystème bénéficie d'un cadre opérationnel efficient

A côté de ce cadre institutionnel moderne, l'Eurosystème bénéficie également d'un cadre opérationnel particulièrement efficient. Le succès du passage à l'euro en constitue, au plan technique, une illustration particulièrement édifiante. Ce cadre opérationnel repose sur deux grandes orientations principales :

- une gamme cohérente d'instruments de politique monétaire, élaborée selon les principes de libre concurrence, d'égalité de traitement, de simplicité et de transparence : ces instruments permettent l'ajustement de la liquidité bancaire et le pilotage efficace des taux d'intérêt ;
- des procédures garantissant un niveau élevé de sécurité pour l'ensemble des transactions interbancaires et des paiements de montant élevé au sein de la zone euro et avec d'autres pays de l'Union économique, en particulier le système *Target*, dont le rôle a été déterminant dans le processus d'intégration du marché monétaire en euros.

1.1.2. Le cadre stratégique

Les succès de la politique monétaire unique reposent également sur son cadre stratégique, lequel peut être caractérisé par deux éléments principaux : une définition quantitative de la stabilité des prix et une orientation à moyen terme de la politique monétaire.

Une définition quantitative de la stabilité des prix

La définition retenue par le Conseil des gouverneurs de la BCE en octobre 1998 a été confirmée et clarifiée en mai 2003, à l'issue d'un examen approfondi de son cadre stratégique par l'Eurosystème. Au terme de cet exercice d'évaluation, le Conseil des gouverneurs a précisé que la stabilité des prix était définie par une croissance annuelle de l'IPCH proche de, mais inférieure à 2 % à moyen terme. Cette définition appelle plusieurs commentaires :

- en précisant que l'inflation devait être proche de 2 %, le Conseil des gouverneurs a tout d'abord tenu à confirmer le caractère symétrique de sa stratégie en excluant les situations de déflation. Cette précision permet également la prise en compte d'éventuels biais de mesure sur l'indice des prix ainsi que des écarts d'inflation au sein de la zone euro ;
- la définition quantitative de la stabilité monétaire rapproche le cadre stratégique de l'Eurosystème de celui des banques centrales reposant sur un ciblage de l'inflation, en particulier lorsque l'on considère une acceptation large de ce dernier, telle que celle présentée sous le terme de « cible d'inflation flexible ». La grande

différence repose sur le rôle des prévisions issues d'un modèle économétrique, qui jouent un rôle prépondérant dans les stratégies « pures » de ciblage de l'inflation, alors qu'elles ne sont qu'un élément, certes important, dans le processus de décision du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème.

Une orientation « à moyen terme »

Quelles sont précisément les implications de cette orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE ?

- La première est que la stratégie de politique monétaire unique n'a pas un horizon fixe, déterminé une fois pour toutes *ex ante*, mais vise, dans la mesure du possible, à tenir compte des « délais longs et variables de la politique monétaire » chers à Milton Friedman. La prise en compte de cette incertitude est particulièrement importante dans le cas de la zone euro, dont on ignore pour partie les « paramètres structurels profonds ». Plus prosaïquement, cette orientation à moyen terme de la politique monétaire unique reconnaît qu'il est impossible, pour une banque centrale, de contrôler avec exactitude la trajectoire des prix à très court terme.
- La seconde implication est que les indicateurs pertinents pour la politique monétaire doivent refléter, de façon quasi-exhaustive, les principaux facteurs à l'origine de l'inflation à court comme à long terme. De ce point de vue, la stratégie de politique monétaire cherche, autant que faire se peut, à mobiliser une « information complète ». C'est ce que traduisent les notions d'approche économique et d'approche monétaire (que l'on qualifie également d'approche en deux piliers) qui sont reprises, notamment, lors des conférences de presse du président de la BCE à la suite des décisions de politique monétaire. L'approche économique passe en revue les indicateurs conjoncturels, économiques et financiers en rapport avec les principaux déterminants de l'inflation à court terme ; l'approche monétaire repose quant à elle sur l'explication monétaire de l'inflation à long terme. L'orientation à moyen terme de la politique monétaire unique rend nécessaire l'articulation de ces deux approches complémentaires du phénomène inflationniste. En cela, la stratégie de politique monétaire de la BCE est plus complète que les stratégies de pur ciblage d'inflation ou de pur ciblage monétaire.

1.1.3. Les réalisations de la politique monétaire de la BCE

Quel premier bilan peut-on dresser après ces cinq premières années de mise en œuvre de la politique monétaire unique ?

Je voudrais souligner trois points essentiels.

- Premièrement, la réalisation des objectifs de politique monétaire : alors qu'elle a été confrontée à une série de chocs d'offre exogènes défavorables (sur les prix du pétrole, les produits alimentaires, le prix des services), conduisant à une évolution de l'IPCH supérieure à 2 % en glissement annuel de 2000 à 2002 et fluctuant autour de ce niveau depuis, la politique monétaire unique est parvenue à stabiliser et ancrer, sur la totalité de la période d'exercice, les anticipations d'inflation à moyen-long terme autour de 1,8 % à 1,9 %. Cela représente un niveau proche de, mais inférieur à 2 %, conformément à sa définition de la stabilité des prix, et, ceci,

que l'on considère les anticipations d'inflation issues des enquêtes (par exemple, Consensus Forecast, ou l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels) ou celles dérivées des données de marché, notamment des titres d'État indexés sur l'inflation. Malgré ces tensions sur les prix, les conditions de financement, qui reflètent notamment le bas niveau des taux d'intérêt à court comme à long terme dans la zone euro, sont restées particulièrement favorables. Ces bons résultats illustrent la crédibilité de la politique monétaire unique.

- Deuxièmement, la compréhension et la prévisibilité des actions de politique monétaire : contrairement à certaines idées reçues, la plupart des décisions de politique monétaire ont été parfaitement anticipées par les marchés. Ce diagnostic provient des études conduites par l'Eurosystème, mais également des rapports publiés par les « ECB Watchers », avec lesquels, d'ailleurs, la BCE entretient des liens réguliers, notamment sous forme de conférences annuelles. Une comparaison avec le Système fédéral de réserve ne montre d'ailleurs pas de réelle différence entre les deux institutions quant à la capacité des marchés à anticiper les décisions de politique monétaire des deux institutions. C'est le signe de la transparence de la politique monétaire unique. Le fait, notamment, que la BCE ait choisi d'autres moyens de communication que la publication des procès-verbaux des réunions du Conseil des gouverneurs ne l'a pas empêchée d'atteindre un niveau élevé de compréhension et de prévisibilité.
- Troisièmement, la confiance et l'approbation des citoyens européens : effectivement, l'euro s'est aisément imposé auprès des agents économiques et fait désormais partie du quotidien des consommateurs européens et les enquêtes confirment que le public a confiance dans l'euro, qu'il considère comme une monnaie solide, et dans l'Eurosystème en tant que banque centrale. Il reste cependant deux facteurs de préoccupation. Le premier réside dans la difficulté naturelle à évoluer vers un référentiel de prix entièrement nouveau — et il peut s'écouler de nombreuses années avant que l'ensemble des agents économiques l'ait complètement intégré. Le deuxième facteur est la perception de hausses de prix excessives par les consommateurs, liée au passage à l'euro fiduciaire. En effet, l'attention du public s'est concentrée sur un petit nombre de biens et de services qui ont subi des hausses anormales de prix lors de cet événement, ce qui a conduit à une perception erronée du taux réel d'inflation. Ce décalage entre l'inflation perçue et l'inflation effective devrait heureusement disparaître dans un avenir proche.

1.2. Les procédures de surveillance multilatérale au sein de l'UEM

L'UEM, qui conjugue une politique monétaire unique et douze gouvernements responsables des politiques budgétaires et des politiques structurelles, nécessite un cadre institutionnel pour en assurer la cohérence. Pour que ce cadre soit pleinement opérationnel, il doit être simple, facile à mettre en œuvre et capable d'assurer des politiques budgétaires saines et soutenables. En effet, les processus de surveillance multilatérale ont été conçus dès l'origine afin d'atteindre un niveau de cohésion satisfaisant dans les politiques suivies par tous les États membres.

1.2.1. Un cadre de procédures de surveillance multilatérale

La mise en œuvre de la surveillance est confiée à l'Eurogroupe (pays de la zone euro) et au Conseil Ecofin (tous les pays de l'UE), conjointement avec la Commission européenne. La surveillance mutuelle combine les procédures multilatérales de surveillance et de dialogue, le respect de règles et de dispositions communes et l'engagement des États membres à respecter les bonnes pratiques et les objectifs communs. La construction européenne est un projet en évolution constante et chaque réunion du Conseil européen a donné lieu, dans un passé récent, à des processus qui ont pris le nom des endroits où les sommets se tenaient. Cela s'applique à des processus relatifs à des domaines tels que les marchés du travail (processus de Luxembourg), la réforme économique des marchés des biens et des capitaux (processus de Cardiff) et le dialogue macroéconomique visant à promouvoir des évolutions salariales responsables (processus de Cologne). Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) constitue un autre processus de coordination et de surveillance et le plus largement débattu de tous : il consiste à examiner les politiques budgétaires nationales au niveau de la Communauté dans une perspective à moyen terme. Au centre du processus de coordination se trouvent les Grandes orientations de politique économique (GOPE), qui contiennent une évaluation à moyen terme de l'état de convergence des politiques économiques nationales. Les GOPE jouent un rôle crucial car tous les processus de coordination mentionnés précédemment doivent être compatibles avec leurs recommandations. Les mises à jour du Pacte de stabilité et de croissance et des GOPE sont présentées sur une base pluriannuelle et leur mise en œuvre est examinée chaque année.

1.2.2. Les pays adhérents respecteront les mêmes règles

Laissez-moi souligner le fait que les dix nouveaux États membres sont déjà habitués aux processus d'examen mutuel. Depuis leur adhésion, le 1^{er} mai 2004, la politique budgétaire des dix nouveaux États membres a été soumise aux mêmes mesures d'examen que celle des autres États membres. Les déficits budgétaires constituent une préoccupation essentielle pour les nouveaux pays de l'UE. L'adoption de l'euro étant subordonnée au respect du critère de déficit budgétaire au sens de Maastricht, ces pays sont maintenant contraints d'entreprendre des réformes budgétaires substantielles, d'autant plus que leurs déficits proviennent d'insuffisances structurelles.

2. L'euro : un moteur puissant pour une plus grande intégration économique et financière et une reconnaissance internationale

Le renforcement du cadre opérationnel et institutionnel va de pair avec la convergence croissante de la zone monétaire et avec le renforcement du rôle de l'euro au niveau international.

2.1. Les piliers d'une zone monétaire optimale

La convergence croissante résulte de la solidité des fondamentaux macroéconomiques et de l'homogénéité économique, renforcés par l'intégration du secteur financier.

L'adoption d'une même monnaie par onze, puis douze pays européens constitue un fait sans précédent. Cette adoption se justifie par une convergence croissante des économies en question au cours des années quatre-vingt-dix. S'il semble abusif de considérer la zone euro comme une zone monétaire optimale, au sens où l'entendait Robert Mundell, plusieurs travaux récents ont cependant montré que le processus de convergence, l'homogénéité économique, le degré de synchronisation des cycles d'activité et la propension des économies de la zone à échanger entre elles se sont accrus depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Cette dernière, en réussissant également à ancrer, dans la totalité des pays membres, les anticipations d'inflation à un faible niveau s'est montrée capable d'imposer un important degré de convergence nominale. Enfin, l'Union économique et monétaire a mis ses membres à l'abri des crises de change et des déséquilibres macroéconomiques qui caractérisaient, il y a encore un peu plus d'une dizaine d'années, la situation européenne.

2.1.1. La zone euro se caractérise par des fondamentaux économiques solides

Les économies de la zone euro se caractérisent, en effet, par un important degré de convergence structurelle, un faible niveau d'inflation actuellement proche de 2 % et des conditions monétaires et financières favorables à l'activité économique. Ces conditions de financement favorables s'expliquent, également, par la bonne capacité de résistance des systèmes financiers et bancaires de la zone euro aux divers chocs ayant affecté l'économie mondiale : solidité des infrastructures, bonnes performances des banques et institutions financières, progrès accomplis dans la conformité aux normes internationales. L'épargne privée y est également abondante. En outre, la zone euro est une économie attractive du fait de la qualité de sa main-d'œuvre (près de 5 % du PIB y est, par exemple, consacré aux dépenses d'éducation) et de ses infrastructures. Ces différents atouts lui ont permis de drainer près de 112 milliards d'euros d'investissement direct en 2003 (contre 82 milliards aux États-Unis).

2.1.2. L'homogénéité économique croissante favorise la transmission de la politique monétaire

Si l'Union monétaire n'implique pas nécessairement que tous les États membres affichent, à tout moment, le même taux de croissance ou d'inflation, un certain nombre de travaux empiriques récents illustrent une homogénéité économique croissante au sein de la zone euro. En termes d'activité tout d'abord, plusieurs travaux présentés sous l'égide d'un groupe de travail commun entre le CEPR (*Centre for Economic Policy Research*) et l'Eurosystème montrent que la corrélation entre les fluctuations cycliques de l'activité économique dans son ensemble, mais également de la consommation et de l'investissement dans la plupart des pays de la zone euro, déjà forte avant la mise en œuvre de la politique monétaire unique,

s'est accrue depuis 1999. Selon certaines mesures, une composante « européenne » commune jouerait un rôle plus important que les composantes nationales dans les fluctuations cycliques de l'activité dans la plupart de ces économies. Le degré de corrélation entre cycles nationaux et cycle agrégé au niveau de la zone euro varierait ainsi dans un intervalle compris entre 0,70 et 0,92. En termes d'inflation, le degré de dispersion des rythmes d'inflation au sein de la zone euro ne serait pas nettement supérieur à celui que l'on observe aux États-Unis où existent des forces de rappel — telles que la présence d'un budget fédéral unique équilibrant les différences cycliques entre régions, des marchés des biens et services et du travail plus unifiés, une politique monétaire unique depuis 1913 — bien plus fortes que dans la zone euro. Ainsi, sur ces premières années d'existence de l'UEM, l'écart-type du glissement annuel des prix dans les douze pays de la zone euro serait, selon les estimations, proche de 1,1, contre 0,8 pour les quatorze régions des États-Unis. Enfin, les mises à jour récentes de l'important travail de recherche effectué par l'Eurosystème sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire unique tendent à indiquer une homogénéité croissante des réponses des économies des pays membres aux impulsions de la politique monétaire.

2.1.3. L'intégration du secteur financier est presque achevée

L'introduction de l'euro a agi comme un catalyseur de l'intégration financière. Cette dernière est quasiment achevée en ce qui concerne le marché monétaire de l'euro. Dès les premières semaines de la mise en œuvre de la politique monétaire unique, les différences de prix constatées sur les marchés interbancaires nationaux se sont estompées rapidement pour devenir inférieures à 5 points de base, ce qui correspond au *spread bid-ask* habituellement constaté sur ce marché. Un mouvement d'intégration comparable s'est également produit sur les marchés obligataires européens, où l'on a pu constater un resserrement des rendements des titres d'État, ainsi que sur les marchés dérivés avec l'impressionnant développement d'Eurex et, dans une moindre mesure, sur les marchés boursiers et le marché des émissions de titres de dette pour les entreprises. La zone euro et, plus largement, l'Union européenne disposent à présent d'une architecture financière cohérente. Tout d'abord, la mise en œuvre du Plan d'action pour les services financiers, défini au Conseil européen de Lisbonne en mars 2000, est en cours d'achèvement. Ensuite, le « processus Lamfalussy » devrait favoriser la mise en place d'une nouvelle architecture institutionnelle dans le domaine de la supervision et de la réglementation du secteur financier — c'est-à-dire des marchés de titres, mais également des banques et des assurances — en développant notamment des règles techniques plus flexibles et plus uniformes.

2.2. L'euro joue désormais le rôle de monnaie internationale et d'ancrage nominal

Les données disponibles confirment le rôle croissant de l'euro au niveau international. Au niveau régional, il joue un rôle d'ancrage de premier plan, ce qui en fait le précieux vecteur d'une culture de stabilité.

Le rôle croissant de l'euro à l'échelle internationale résulte du développement à la fois de son utilisation au niveau privé et de son rôle officiel.

2.2.1. L'évolution de l'utilisation privée de l'euro

L'euro possède les fonctions-clés que l'on attribue à toute monnaie internationale : il s'agit déjà d'une monnaie de placement et de financement de premier plan et d'un intermédiaire important des échanges internationaux. Même s'il est encore limité, son rôle de monnaie de facturation devrait se développer dans les années à venir.

Un instrument financier essentiel au niveau mondial

L'utilisation de l'euro en tant que monnaie de placement et de financement sur les marchés internationaux de capitaux s'est développée de façon immédiate. En 2003, il représentait presque 60 % des émissions nettes de titres de créance internationaux, contre 33 % en 1998. Aujourd'hui, près de 41 % de l'encours de titres de créance est libellé en euros contre 28 % en 1998, soit une proportion comparable à celle du dollar dont la part est demeurée remarquablement stable durant cette période.

Un autre développement très remarquable est l'émergence d'un marché de titres « *corporate* », c'est-à-dire de titres émis par des entreprises, dont le volume a cru significativement au cours des premières années de l'euro.

La meilleure allocation de l'épargne en Europe nécessite que les marchés de capitaux soient plus efficents et davantage intégrés. Or, cette intégration n'est pas encore totalement achevée, notamment en ce qui concerne les marchés des pensions, des dépôts et des titres.

La zone euro présente enfin un certain retard en matière de marché-actions. Selon les données de la BRI, si 32 % des créances bancaires internationales étaient concentrées dans la zone euro en 2002, contre légèrement moins de 15 % aux États-Unis, la capitalisation boursière de la zone euro ne représentait cependant que 16,1 % de la capitalisation boursière mondiale, contre 48,5 % pour les États-Unis.

Un important intermédiaire des échanges

En tant qu'intermédiaire des échanges, l'euro représente 25 % des opérations de change, soit moitié moins que le dollar. Cependant, la part de l'euro est supérieure à la somme des parts des anciennes monnaies européennes. Ce résultat n'était pas évident au moment de l'introduction de l'euro.

- Un rôle croissant de monnaie de facturation/règlement : s'agissant de l'utilisation de la monnaie européenne dans le commerce international, entre 50 % et 60 % des échanges commerciaux de la quasi-totalité des pays de la zone euro avec le reste du monde étaient libellés en euros en 2002. Cela vaut à la fois pour les exportations et les importations. S'agissant du commerce des pays de l'UE avec les pays tiers, 54 % des exportations japonaises vers l'Union européenne ont été facturées ou réglées en euros en 2002 (44 % en 2000) et 31 % des importations japonaises en provenance de l'Union européenne ont été libellées en euros (contre 17 % en 2000).

Dans les pays où l'intégration avec la zone euro est très élevée, comme les pays d'Europe centrale et orientale, l'utilisation de l'euro dans les échanges est également très marquée, 60 % à 80 % des exportations/importations étant facturées ou réglées en euros.

- Un rôle plus limité sur les marchés de matières premières. En revanche, l'utilisation de la monnaie unique est plus limitée sur les marchés de matières premières, notamment du pétrole. Le dollar y joue encore un rôle prépondérant, qui devrait perdurer, compte tenu des phénomènes d'inertie liés aux effets de « réseau ». Cela n'est pas surprenant dans la mesure où l'acquisition d'un statut international constitue, à tous les égards, un processus long.

Au total, ces évolutions soulignent le fait que l'euro a su inspirer confiance aux investisseurs privés et favoriser une plus grande liquidité des marchés de capitaux.

2.2.2. Le rôle officiel croissant de l'euro

La demande croissante en faveur de l'euro comme monnaie de réserve et de référence a également renforcé son rôle officiel.

Un facteur de diversification des réserves de change

L'euro est devenu un facteur stabilisateur du système monétaire international tout particulièrement grâce à sa fonction de diversification des réserves internationales. Selon les dernières données disponibles du FMI, l'euro est la deuxième monnaie de réserve après le dollar. Sa part s'élevait à 18,7 % en 2002 contre 12,6 % en 1999.

Cette tendance offre à de nombreux pays un précieux volant de sécurité contre de fortes fluctuations des changes, dans la mesure où les investisseurs publics peuvent diversifier leurs avoirs de réserve.

La part croissante de l'euro dans les réserves de change internationales devrait encore progresser au cours des prochaines années. Les principales banques centrales asiatiques ont exprimé leur intention de mieux équilibrer la part de l'euro et du dollar dans leurs avoirs, phénomène d'autant plus important que le poids relatif de cette région dans les réserves de change internationales est élevé. Lorsqu'elles seront pleinement mises en œuvre, ces décisions pourraient donc entraîner un rééquilibrage des réserves de change internationales en faveur de l'euro : le dollar en représente actuellement 64,5 %, contre 18,7 % pour l'euro.

Un facteur de stabilité pour de nombreux régimes de change

Loin d'être la simple addition des monnaies européennes précédentes, l'euro a hérité des caractéristiques les plus intéressantes des anciennes monnaies nationales. Les effets positifs en ont été notables. L'euro a mis un terme aux crises de changes et a créé un environnement de taux d'intérêt historiquement bas. Même si ces deux éléments sont parfois oubliés, il est intéressant de remarquer que l'Europe n'a pas connu de tumulte à la suite, par exemple, des incertitudes créées par les récentes tensions géopolitiques au plan mondial, qui auraient provoqué, dans le passé, de vives turbulences.

Ces avantages sont peut-être encore plus précieux pour les pays voisins, puisque 51 d'entre eux ont déjà adopté l'euro comme monnaie de référence pour leurs régimes de change, soit comme ancre unique (dans 30 cas environ), soit comme composante d'un panier de monnaies.

L'utilisation de l'euro dans les régimes de change des pays tiers concerne essentiellement des régions qui ont tissé des liens étroits avec la zone euro ou qui ont mis en place des arrangements institutionnels spéciaux avec l'UE (pays adhérents et candidats, Balkans, Afrique du nord et zone franc CFA). Dans tous les cas, ces régimes de change résultent d'une décision unilatérale, qui n'implique aucun engagement de la part de l'Eurosystème. Cependant, des liens étroits avec l'euro peuvent avoir comme effet d'« importer » de la crédibilité, à condition de poursuivre simultanément des politiques appropriées.

Plus fondamentalement, l'euro contribue à développer une culture de la stabilité dans un grand nombre de pays, car il permet également d'influencer les anticipations des agents économiques. Certes, il n'est pas possible, en l'espace de quelques années, d'évaluer complètement les réalisations permises par l'euro, mais il apparaît clairement que la monnaie unique fournit un bon exemple de la prospérité économique que peuvent procurer la discipline et la détermination.

En ce qui concerne les dix nouveaux pays de l'UE, laissez-moi souligner que le critère de stabilité des taux de change au sein du MCE II nécessite que cette stabilité soit atteinte avant l'adoption de la monnaie unique. L'avantage est que l'adoption de l'euro sera le couronnement d'un processus de convergence structuré au sein d'un cadre multilatéral. C'est assurément l'un des défis les plus importants auxquels devra faire face la zone euro dans les années à venir, défis dont je vais maintenant vous parler.

3. Les défis de la monnaie unique

L'environnement dans lequel évolue l'euro étant en mutation continue, les pouvoirs publics doivent faire face à de nouveaux défis lorsqu'ils formulent et mettent en œuvre leurs décisions de politique économique. Je voudrais attirer l'attention sur trois de ces défis qui, à mon avis, pèsent fortement sur l'avenir de l'euro et de la construction européenne.

En premier lieu, il est nécessaire de renforcer la coordination budgétaire de l'UE afin de consolider les fondements sur lesquels repose l'euro, dans une période où les politiques budgétaires en Europe doivent faire face à des défis spécifiques tels que le vieillissement de la population.

En deuxième lieu, il est nécessaire de mettre en œuvre des réformes structurelles afin de mieux préparer les pays à affronter les défis à venir.

Enfin, le processus d'élargissement, qui est certes déjà une réalité, demandera des efforts supplémentaires pour que les nouveaux États membres progressent encore et finissent par rattraper leur retard.

3.1. La nécessité d'un renforcement de la cohésion et de la coordination budgétaires au sein de l'Union

Le respect des règles et des procédures formulées dans le Traité et des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance imposent la même discipline budgétaire à

tous les États membres : le déficit budgétaire ne doit pas excéder le plafond de 3 % du PIB et le ratio d'endettement total ne devrait pas dépasser 60 % du PIB. Ces limites contribuent à assurer un *policy-mix* optimal au niveau de la zone euro, dans la mesure où une politique budgétaire laxiste risque, à terme, de compromettre la réalisation de la stabilité des prix. Enfin, elles entretiennent une croissance et un emploi durables et sont propices à la stabilité économique.

La discipline budgétaire est en effet d'une importance capitale pour l'UEM, car elle est un corollaire nécessaire de la politique monétaire unique. On attend des États membres qu'ils considèrent leurs politiques économiques comme des questions « d'intérêt commun », étant donné l'incidence que leurs décisions budgétaires peuvent avoir sur la zone euro dans son ensemble. Dans une union monétaire, il est de la plus grande importance de traiter les « comportements de passager clandestin » (*free-riding*), d'où la clause de « non renflouement » inscrite dans le traité de Maastricht.

Le cadre institutionnel de la coordination des politiques économiques nationales a bien fonctionné dans le passé. Cependant, les difficultés économiques auxquelles se sont heurtés de nombreux pays européens ont suscité de vives critiques à rencontre des dispositions budgétaires du Traité et du Pacte de stabilité et de croissance. Or, il ne s'agit pas d'améliorer la formulation du Pacte de stabilité et de croissance mais plutôt les modalités de sa mise en œuvre.

- Les règles elles-mêmes laissent une marge de manœuvre suffisante pour faire face à un ralentissement de la croissance. Conformément au concept d'équilibre des soldes budgétaires structurels, les États membres de l'UE se sont engagés à atteindre et à maintenir, au cours du cycle économique, une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou excédentaire ». Cette exigence doit permettre de faire face aux chocs asymétriques et aux fluctuations conjoncturelles, tout en laissant les stabilisateurs automatiques exercer pleinement leurs effets. Cette flexibilité est essentielle pour surmonter les chocs asymétriques tout en préservant la soutenabilité à long terme des finances publiques et l'autonomie de la politique monétaire. Toute amélioration susceptible d'être apportée à la mise en œuvre de ces règles est dans l'intérêt même des États membres.
- Le véritable problème est celui de l'application du Pacte : en particulier, des incitations devraient être créées en vue de renforcer la mise en œuvre d'une politique budgétaire saine en période de haute conjoncture. Lorsque la croissance est forte, les pays doivent se mobiliser encore davantage pour réduire leurs déficits ou dégager des excédents et réduire ainsi l'encours d'une dette publique pouvant demeurer à des niveaux élevés. Cela signifie qu'en période de conjoncture favorable il faut adopter des politiques budgétaires moins laxistes pour garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques.

Le respect de l'objectif central d'équilibre budgétaire est d'autant plus indispensable que l'Union européenne devra s'atteler au problème du vieillissement rapide de la population, dont les implications sur les finances publiques sont considérables, tant sous l'angle des dépenses de santé que des régimes de retraite. Étant donné que, dans ces domaines, les réformes risquent de n'être perceptibles qu'à moyen et long termes, il est essentiel que les pays européens prennent toutes les dispositions

nécessaires pour prévenir les conséquences de ces évolutions démographiques, notamment sur le plan budgétaire. La mise en œuvre de politiques budgétaires saines passe également par l'amélioration de la qualité des dépenses publiques. Un premier pas dans cette direction consisterait à faire porter le processus d'ajustement sur les dépenses courantes plutôt que sur l'investissement, à la différence de ce qui a été fait dans la plupart des pays à la fin des années quatre-vingt-dix. De manière plus générale, les pays de l'UE doivent entreprendre des réformes structurelles visant à renforcer le potentiel de croissance et à favoriser la création d'emplois. Sur ces points, l'Eurosystème a appelé ces pays, à maintes reprises et sans ambiguïté possible, à procéder à ces réformes.

3.2. Des réformes structurelles doivent être accomplies dans plusieurs domaines

Il subsiste néanmoins en Europe, en particulier dans la zone euro, d'importantes rigidités structurelles qu'il s'agit de résoudre si l'on souhaite promouvoir la plus forte croissance non inflationniste possible. Je souhaiterais ici évoquer plusieurs pistes qui font d'ailleurs l'objet d'un consensus au sein du Conseil des gouverneurs de la zone euro. Elles portent, notamment, sur les efforts à poursuivre en ce qui concerne le rôle et l'importance de la recherche pour accroître le potentiel de croissance de la zone euro, le développement des « forces d'agglomération » pour faciliter la localisation des entreprises, les efforts à accomplir enfin pour accroître la flexibilité sur le marché du travail et l'intégration des marchés des biens et services.

3.2.1. Une économie fondée sur la connaissance

S'agissant du premier point, la stratégie adoptée à l'unanimité lors du Conseil européen de Lisbonne, qui a pour objectif de faire de l'Union européenne « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration qualitative et quantitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale », fournit un cadre de référence pour guider l'action publique. Elle insiste sur l'importance de la recherche, de l'innovation et de la diffusion des technologies nouvelles pour éléver le niveau de productivité de l'économie. Elle vise également à donner à l'économie européenne ainsi qu'à tous les pays membres de l'UE plus de souplesse, plus d'activité et plus d'emplois. Il s'agit d'une stratégie, certes ambitieuse, mais cruciale pour l'avenir de l'Europe et de la zone euro.

3.2.2. La compétitivité des entreprises

Dans ce contexte, en raison notamment de la concurrence internationale, il est également crucial de développer les « forces d'agglomération », c'est-à-dire les incitations qui forcent les entreprises à se concentrer géographiquement pour bénéficier d'économies d'échelle et externes. L'existence d'une zone à pouvoir d'achat élevé est l'un des facteurs importants de la localisation des entreprises européennes. J'ai déjà mentionné les forces d'attractivité de la zone euro mais il nous faut aller plus loin encore, en particulier en ce qui concerne la maîtrise des coûts, notamment salariaux, et la nécessité d'assurer un environnement favorable à la compétitivité des entreprises européennes. En effet, les emplois sont créés de

préférence dans les économies qui savent modérer leurs coûts unitaires de production et offrir un environnement aussi favorable que possible à la compétitivité des entreprises. Cela suppose donc que soient poursuivies, sinon accentuées, les réformes structurelles sur le marché du travail et celui des biens et des services.

3.2.3. La flexibilité sur le marché du travail

En ce qui concerne le marché du travail, la zone euro est caractérisée par un faible taux d'emploi, proche de 62 % en 2002, contre 75 % aux États-Unis, ce qui se traduit par une perte non négligeable en termes de PIB par habitant (près de 25 % inférieur à celui des États-Unis). Ce bas taux d'emploi résulte du niveau élevé du chômage dans la zone euro, proche de 9 % actuellement, et de la faiblesse du taux d'activité. Le chômage en Europe étant pour l'essentiel d'origine structurelle, il importe dès lors de fluidifier le marché du travail et de préserver une structure d'incitations permettant d'élever le taux d'activité. Cela suppose, notamment, que soient mises en œuvre des mesures visant à réduire le coût du travail, les charges des entreprises et que soient promues des structures d'incitations à destination des actifs parmi les classes d'âges les plus jeunes mais également les plus âgées ainsi que pour les moins qualifiés. Contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, où existe une longue tradition de mobilité professionnelle et géographique, les différences culturelles et linguistiques constituent encore un frein à la mobilité du facteur travail en Europe. La faiblesse de la mobilité professionnelle et géographique dépend également d'une différentiation, sans doute insuffisante des salaires dans les pays de la zone euro, qui devraient mieux refléter les différences en termes de gains de productivité ou de développement entre régions ou secteurs d'activité.

3.2.4. L'intégration des marchés des biens et services

L'accroissement du niveau de productivité dans la zone euro repose également sur l'approfondissement des réformes sur le marché des biens et services car le retard européen, vis-à-vis notamment des États-Unis, trouve également son origine dans la présence de rigidités structurelles liées à l'existence de barrières à l'entrée sur ce marché. Or, en l'absence de pressions concurrentielles, les entreprises ne sont guère incitées à accroître leur efficacité.

Des réformes réglementaires doivent donc être entreprises tant au niveau des pays membres qu'au niveau de l'Union économique dans son ensemble. D'après les travaux de recherche conduits sous l'égide du CEPR et de l'Eurosystème, la création du marché unique a déjà constitué une étape majeure mais l'objectif reste bien celui d'une intégration complète du marché des biens et services au niveau européen. Cela concerne, en particulier, le secteur des services où, il faut bien le reconnaître, les progrès ont été moins nets que dans les autres secteurs d'activité. Certes, cela s'explique encore pour partie par des différences culturelles. Il reste que les pouvoirs publics, au niveau national comme au niveau communautaire, doivent poursuivre leurs efforts et favoriser le degré de concurrence et d'intégration dans tous les secteurs d'activité. Je mentionnais celui des services, mais c'est également le cas des secteurs de l'énergie, notamment électrique, des transports, notamment ferroviaires, ou encore des services postaux.

3.3. Le défi de l'élargissement

Dix nouveaux pays ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004. Ils ont vocation à adopter l'euro après avoir satisfait aux critères de convergence nominale. Au delà des défis institutionnels qui subsistent (indépendance des banques centrales, adaptation de systèmes bancaires, lutte contre le blanchiment, etc.), le défi majeur qui s'ouvre à nous est de relever le pari de la convergence réelle entre l'Est et l'Ouest de l'Europe. Cet objectif nécessitera des années d'importantes réformes structurelles, favorables à une accélération de la croissance et au comblement du fossé Est-Ouest ; il suppose, entre autres choses, le respect du cadre macroéconomique auquel tous les États membres actuels de la zone euro ont consenti, notamment la participation réussie au MCE2. Il faut, en effet, éviter toute précipitation dommageable à la compétitivité et procéder aux réformes de fond, notamment en matière de soutenabilité des finances publiques, préalablement à l'entrée dans ce mécanisme de change, gage d'une convergence réelle durable, profitable à l'ensemble de la zone.

Je souhaiterais conclure en disant que l'euro a répondu à toutes nos attentes. Après le défi sans précédent du passage à l'euro fiduciaire à l'échelle du continent, qui a été couronné de succès, l'euro a remplacé pratiquement instantanément les anciennes monnaies nationales, sans perturbation logistique. Il a encouragé la stabilité grâce à la crédibilité dont il jouit et a protégé nombre de pays de la zone contre la volatilité excessive des taux de change et les turbulences enregistrées sur les marchés financiers. Ces résultats doivent être soulignés avec d'autant plus d'acuité que pendant plusieurs années il avait été dit que l'euro resterait un « serpent de mer » ou qu'il créerait des difficultés macroéconomiques importantes. Ces scénarios ne se sont pas concrétisés.

L'euro représente donc une pierre angulaire majeure de la construction européenne. Cela dit, et indépendamment de ses propres mérites, une monnaie ne constitue pas une fin en soi, même si les nouveaux États membres sont ardemment déterminés à l'adopter le plus vite possible. La participation à l'union monétaire doit reposer sur un processus de convergence soutenable. L'élargissement de la zone euro donnera, à cet égard, un nouvel élan au relèvement des défis, les responsables de politique économique subissant désormais une pression beaucoup plus forte dans le traitement des difficultés alors qu'ils pouvaient les ignorer auparavant. Il s'agit là d'une contribution essentielle à la construction d'une union européenne plus forte à laquelle j'adhère vigoureusement.

Enfin, laissez-moi exprimer ma confiance en l'avenir de l'euro qui, cinq ans après sa création, constitue le symbole patent de l'identité européenne et de sa force.

Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?

Selon la définition de Joseph Stiglitz, on peut qualifier de « bulle spéculative » un état du marché dans lequel « la seule raison pour laquelle le prix est élevé aujourd’hui est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain, alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix ». La détection d’une bulle spéculative sur le marché immobilier français revient donc à s’interroger sur le caractère soutenable ou non du niveau des prix au regard de ses déterminants fondamentaux.

L’analyse proposée ici cherche, après un bref rappel des mécanismes théoriques usuels de formation des prix immobiliers, à fournir une image précise du niveau actuel des prix immobiliers français, dans le segment logement et non résidentiel, en distinguant Paris et l’ensemble du territoire national. La hausse des prix est ensuite rapprochée d’un contexte porteur, notamment en termes de demande structurelle de logement et de faiblesse des stocks disponibles dans le segment du logement neuf. Enfin, la soutenabilité du niveau des prix est appréciée dans un premier temps au regard de l’interaction entre prix, revenu des ménages et taux d’intérêt et dans un deuxième temps en termes de niveau d’endettement.

Il apparaît que, jusqu’en 1998-1999, la combinaison de la baisse des taux d’intérêt, de la progression du revenu des ménages et de la baisse des prix consécutive au dégonflement de la bulle spéculative parisienne du début des années quatre-vingt-dix avait permis une amélioration très sensible de la capacité d’achat des ménages. Cette dernière reste nettement supérieure à celle observée lors du pic précédent, en 1991. Mais elle se dégrade régulièrement depuis 2000. Ceci nourrit une tendance récente à l’allongement des durées de prêt et à la baisse de la contribution de l’apport dans l’acquisition immobilière, alors que le niveau d’endettement des ménages se situe actuellement au niveau historiquement le plus élevé. En se plaçant du point de vue des investisseurs non-occupants, il apparaît que la rémunération du risque immobilier semble aujourd’hui correcte, mais en détérioration depuis 2000.

Au total, si plusieurs facteurs permettent de comprendre la hausse des prix et pourraient conduire à ne pas conclure à l’existence d’une bulle d’ores et déjà formée, le maintien de la progression des prix à son rythme actuel ne serait pas sans risque.

Gilles MOËC
Direction des Études économiques et de la Recherche
Service des Études sur les économies étrangères

NB : Avec les contributions, dans le cadre d’un groupe de travail, de D. Gabrielli, J.-S. Mesonnier, B. Rizzato, B. Terrien, J.-P. Villetelle (direction générale des Études et des Relations internationales).

1. Les déterminants usuels des prix immobiliers

L'évaluation du « juste prix » du marché immobilier présente de nombreuses difficultés qui tiennent notamment à la nature hybride de ce type d'actifs¹. En effet, à la différence d'une valeur mobilière, le logement n'est pas seulement un actif puisque sa détention est susceptible de procurer à la fois un rendement et un service de logement. S'apparentant alors à un prix de consommation, le prix de l'immobilier s'ajuste en fonction de la capacité d'achat des ménages et des coûts de production de la promotion immobilière sur le segment du logement neuf. À long terme, la demande de logement est, par ailleurs, influencée par des phénomènes démographiques au sens large (nombre d'habitants, composition des ménages), tandis que l'offre est affectée par la quantité de terrain disponible, par nature limitée et très dépendante des contraintes réglementaires.

Du point de vue des investisseurs autres que les ménages occupants (ménages bailleurs, promoteurs, investisseurs institutionnels), l'acquisition de logement peut être assimilée à un investissement financier. Toutefois, des considérations de nature financière interviennent également dans les décisions des ménages qui envisagent une acquisition pour leur propre occupation, ne serait-ce que parce qu'au-delà du service de logement qu'il rend, un actif immobilier constitue une réserve de richesse.

Pour que le niveau des prix immobiliers soit soutenable, la combinaison de plusieurs éléments est donc nécessaire :

- la demande solvable ne doit pas être saturée. La capacité d'achat des investisseurs dépend, dans le cas des ménages, de l'interaction entre progression du revenu, niveau des taux d'intérêt débiteurs et prix des biens. Elle dépend également du niveau d'endettement atteint. Les prix peuvent baisser sous l'effet d'une élévation des taux débiteurs ou encore parce qu'ils ont atteint un point où l'acquisition des logements ne peut se faire qu'au prix d'une hausse forte du taux d'effort et/ou d'une augmentation du montant de la dette actualisée rapportée à la valeur du bien (« *loan to value* ») qui peut entraîner un refus de prêt de la part d'intermédiaires financiers sous l'effet d'une élévation du risque ;
- le rendement relatif de l'investissement logement doit correctement rémunérer le risque. En effet, par rapport à des placements financiers, de type obligataire par exemple, l'investissement immobilier est davantage risqué, notamment du fait de la moindre liquidité du marché, et pénalisé, par ailleurs, par des coûts de transaction élevés, la moindre homogénéité de l'actif négocié et la forte volatilité historique des prix.

D'autres facteurs, plus difficiles à quantifier, affectent l'évolution des prix immobiliers :

- la dynamique prix-quantité du marché immobilier est très spécifique (Cornuel, 1999). Si le rendement anticipé de l'investissement-logement et la capacité d'achat des ménages augmentent, il se produit une hausse de la

¹ Un article à paraître dans une prochaine livraison du *Bulletin de la Banque de France* abordera, de manière beaucoup plus précise, les déterminants théoriques des prix immobiliers qui ne sont ici que très brièvement rappelés.

demande d'actifs immobiliers qui a pour conséquence une augmentation des capacités qui vient freiner la progression des loyers et donc dégrader le rendement des actifs immobiliers et accroître le coût relatif, pour un ménage, d'acquérir un logement plutôt que de louer. Ce phénomène n'est pas propre au marché immobilier (face à une demande importante d'obligations, par exemple, les émetteurs peuvent accroître l'offre et ainsi en réduire le rendement), mais des contraintes spécifiques au marché immobilier, notamment les délais particulièrement longs entre la perception du signal de prix et la disponibilité de nouveaux produits (réglementation, délais de construction, terrain disponible) viennent en accroître l'effet sur la volatilité des prix ;

- le marché immobilier est très réglementé et l'intervention de l'État y est forte. Les coûts de transaction y sont particulièrement élevés (droits de mutation, durée minimale pour le débouclage des opérations). La fiscalité immobilière (régime des plus-values, traitement des intérêts versés, imposition des loyers perçus) et les prêts bonifiés (notamment le « prêt à taux zéro ») et surtout leur variation dans le temps (ou l'incertitude quant à leur pérennité) peuvent aussi conduire à des fluctuations de prix ;
- la demande de logement peut être affectée par des considérations tenant à l'allongement de la durée de vie et à l'incertitude sur le revenu. Dans le calcul d'opportunité entre le paiement d'un loyer, indexé sur l'indice des coûts de la construction et dont le maintien est incertain à l'issue du bail, et le paiement sur une période convenue d'avance d'une mensualité de remboursement d'un emprunt, l'espérance de vie est un facteur important. Par ailleurs, l'anticipation d'une baisse du revenu (lors du passage à la retraite par exemple, dans un contexte d'incertitude sur le régime applicable) peut conduire les ménages actifs à rechercher transitoirement une variation en sens contraire de la part de leur revenu courant consacré à l'acquisition de leur logement.

Il convient enfin de rappeler que l'appréciation portée sur les prix immobiliers doit prendre en compte les effets qualité (McCarthy et Peach, 2004) : les logements, neufs comme anciens, incorporent au fil du temps du progrès technique (ascenseur, isolation thermique et phonique, chauffage, installations électriques etc.) qui améliorent le bien-être des occupants. Cet effet est pris en compte par l'indice des prix INSEE-Chambre des notaires. À noter que cette correction n'est pas faite dans la plupart des autres pays européens, ce qui complique la comparaison internationale des mouvements de prix.

2. Des prix de logements supérieurs à ceux de 1990-1991

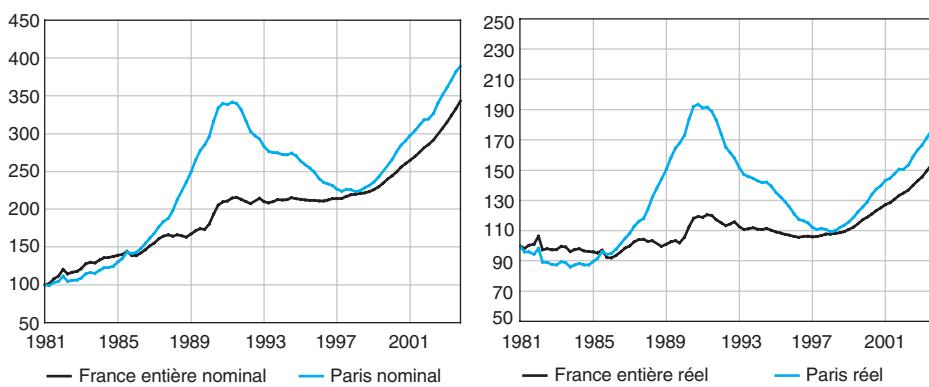
L'analyse rétrospective des prix immobiliers est entravée par l'absence de séries homogènes, pour la France entière, antérieures à 1994. Nous avons toutefois reconstitué, à titre indicatif, une série de prix des logements anciens débutant en 1980, à partir des données fournies par la FNAIM pour la période antérieure à 1994. En revanche, une série INSEE techniquement homogène est disponible pour la période 1980-2004 pour le marché parisien. Ces lacunes statistiques expliquent le fait que, dans cette étude, la plupart des indicateurs ne sont calculés que pour le marché parisien.

À Paris en 2002, le prix moyen au mètre carré d'un logement ancien a égalé, à 3 405 euros, le niveau du pic de 1991, juste avant la phase de contraction des prix immobiliers qui a duré jusqu'en 1998 (baisse de 33 %). En 2003, la hausse s'est poursuivie (13,2 %), le prix moyen atteignant 3 854 euros. Sur l'ensemble du territoire français, en 2003, les prix sont supérieurs de 60 % au niveau de 1991 (+30 % en termes réels, en utilisant les prix à la consommation comme déflateur).

Jusqu'en 1996, le profil parisien a largement différencié du profil français. En effet, de 1985 à 1991, les prix dans l'ancien avaient progressé de 150 % à Paris contre 50 % dans la France entière. À la baisse observée à Paris entre 1991-1996 a correspondu une stabilité globale sur l'ensemble du territoire français. Depuis 1996, le rythme de progression est similaire à Paris et dans le reste de la France. Au total, ces éléments suggèrent que la bulle spéculative immobilière de la fin des années quatre-vingt était circonscrite au marché parisien.

Évolution des prix des logements anciens à Paris et dans l'ensemble de la France (base 100 = 1^{er} trimestre 1981)

(en nominal et en réel, déflaté par l'indice des prix à la consommation)



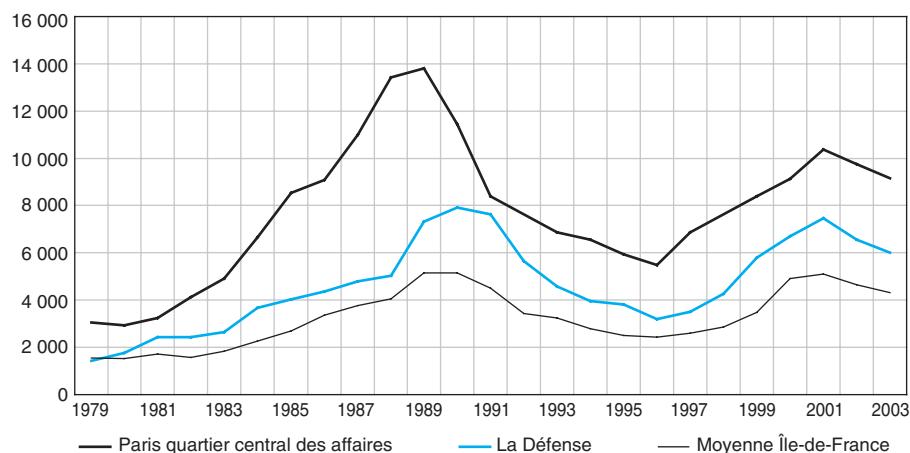
Sources : INSEE-Chambre des notaires, FNAIM – Rétropolation Banque de France

Une autre différence importante entre le début des années quatre-vingt-dix et le début des années 2000 tient au comportement de l'immobilier de bureau. La fin des années quatre-vingt avait été marquée par une progression très vive du prix des bureaux en région parisienne. Une nouvelle phase de hausse est intervenue au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les prix retrouvant les niveaux de 1991 à La Défense et dans l'ensemble de l'Île-de-France. On observe toutefois un début de correction depuis un sommet atteint en 2001. Par rapport à ce pic, les prix au mètre carré de bureau ont déjà baissé de 15,7 % en moyenne dans l'Île-de-France.

L'interprétation de cet écart entre ces deux segments du marché est malaisée. Les déterminants des prix de l'immobilier de bureau diffèrent assez nettement de ceux du logement, l'évolution de l'activité économique jouant un rôle plus important dans le premier cas que dans le second. La baisse des prix depuis 2001 pourrait s'interpréter comme la conséquence du ralentissement de la conjoncture.

Immobilier de bureau : prix de vente moyens

(en euros, hors taxe)

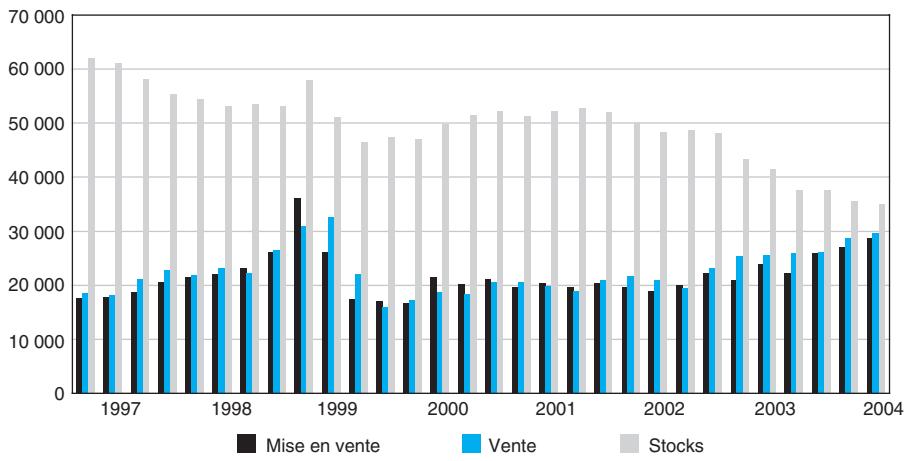


Source : CB Richard Ellis Bourdais

3. Des facteurs démographiques et fiscaux porteurs

Du fait du vieillissement de la population et de la hausse du nombre de divorces, le nombre de ménages progresse plus vite que la population globale : 1,2 % par an en moyenne de 1975 à 1999, contre + 0,4 % par an (Jacquot, 2002). À partir des projections démographiques de l'INSEE et en prenant pour hypothèse le maintien du taux de logements vacants à son niveau actuel, la construction de 320 000 logements supplémentaires par an serait nécessaire jusqu'en 2005, puis de 290 000 logements de 2005 à 2009, selon le ministère du logement. De tels niveaux n'ont pas été atteints depuis 1990. Un phénomène de rattrapage est actuellement en cours, avec 395 000 autorisations de mise en chantier observées sur un an au premier trimestre 2004, mais la pression est encore probablement forte : le taux de logements vacants en 2002 — 6,8 % du parc — est le plus faible observé depuis 1968. De fait, la progression de la demande se traduit par une diminution significative des stocks de logements neufs : inférieurs à 40 000 unités en 2004, plus de 100 000 unités lors du pic de 1991, de 50 000 à 60 000 unités au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix.

Commercialisation des logements neufs

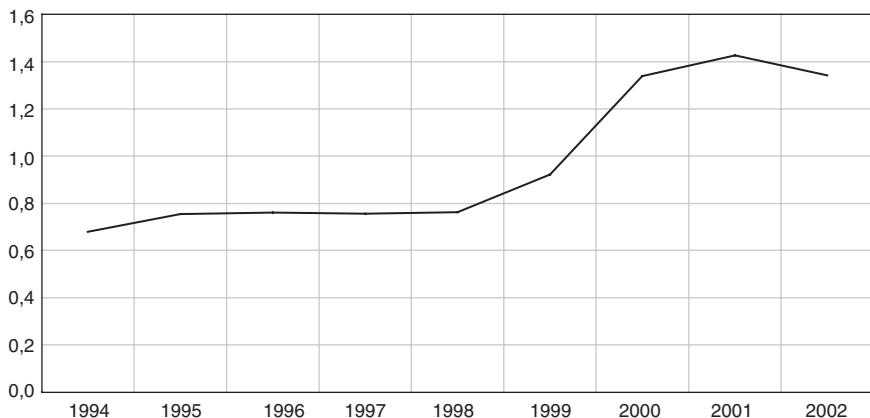


Source : Ministère du Logement

Un autre élément de soutien de la demande, celui-ci de nature transitoire, réside dans les avantages fiscaux consentis à l'investissement locatif. La montée en puissance, à partir de 1999, des dispositifs « Besson » puis « de Robien » et le redémarrage des prix immobiliers sont intervenus simultanément.

Avantages fiscaux « Périssol », « Besson », « de Robien »

(en % de la FBCF logement des ménages)



Sources : Compte satellite du logement, INSEE

Rapporté au montant total de l'investissement des ménages en logement, le montant des aides consenties peut paraître faible (à peine plus de 1%). Si l'analyse économétrique de la FBCF-logement indique que les aides au logement tendent à modifier le calendrier de l'investissement-logement sans effet durable notable sur son volume (Baghli *et alii*, 2004), il est toutefois possible que la mise en place de ces dispositifs à la fin des années quatre-vingt-dix, en augmentant fortement la rentabilité de l'investissement locatif dans l'immobilier neuf, ait pu pousser les prix à la hausse dans ce segment du marché et, par contagion, contribuer à la hausse globale des prix des logements.

Dans la mesure où ces dispositifs assortissent la déductibilité des revenus locatifs à une obligation de durée minimale de détention de l'actif (9 ans en règle générale), ils pourraient venir limiter la tentation, de la part des investisseurs, de remettre en vente leurs biens si le rendement locatif se révélait inférieur à leur anticipation. Un effet massif pourrait toutefois être envisagé lors de la sortie des dispositifs.

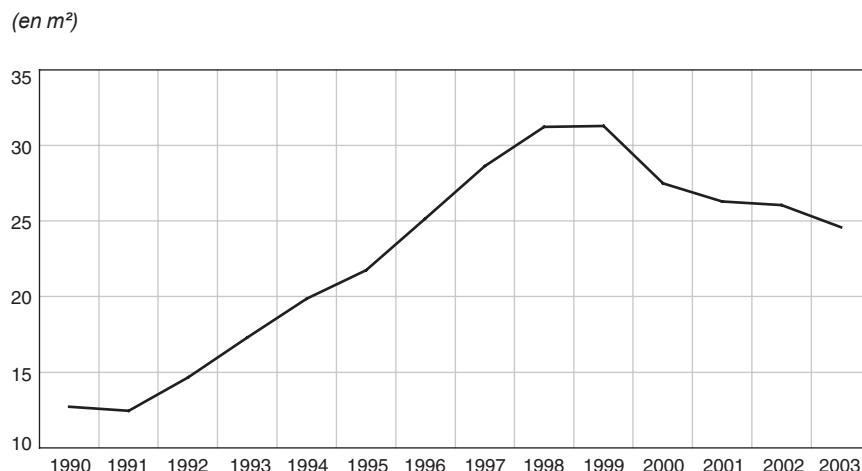
Parmi les autres facteurs qui ont contribué à la hausse des prix immobiliers sur la période récente, la forte progression des acquisitions réalisées par les non-résidents sur le marché français est fréquemment citée. De fait, les données de balance des paiements font ressortir que ces investissements représentaient un flux de 9,2 milliards d'euros en 2003, contre 1,1 milliard en 1990 et 3,6 milliards en 2000. Apprécier l'impact de ce mouvement sur les prix reste toutefois malaisé, dans la mesure où ces données ne distinguent pas acquisitions immobilières résidentielles et non résidentielles.

4. Une interaction complexe entre prix, revenu et taux d'intérêt

À Paris, un ménage moyen français pouvait acquérir, hors apport, un logement de 24,6 m² en 2003 en consacrant un tiers de son revenu au remboursement d'un emprunt contracté sur 15 ans au taux moyen observé par la Banque de France (cf. l'encadré pour une présentation méthodologique). Cette capacité d'achat est certes en retrait par rapport à 1999 (31,2 m²) mais reste nettement supérieure à celle qui prévalait en 1990 et 1991 (respectivement 12,7 et 12,5 m²) et rejoint le niveau atteint vers le milieu des années quatre-vingt-dix.

À noter toutefois que la comparaison avec l'année 1991, sommet de la bulle immobilière, doit tenir compte du fait que les anticipations d'inflation formées par les ménages étaient à l'époque probablement différentes de celles d'aujourd'hui. Les ménages qui s'endettaient à long terme en 1991 escomptaient en effet une érosion monétaire probablement relativement forte, du fait du rythme encore élevé de l'inflation dans les années quatre-vingt.

Surface qu'un ménage français moyen peut acheter sans apport à Paris depuis 1990

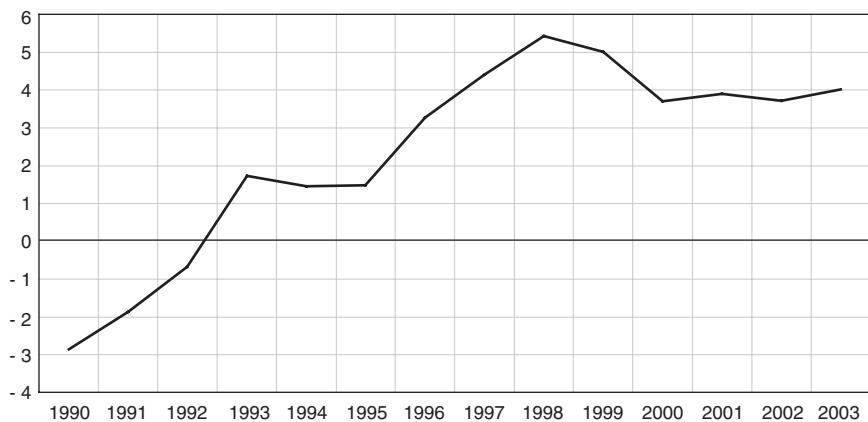


Source : INSEE-Chambre des notaires – calculs Banque de France

La hausse de leur capacité d'achat a d'autant plus incité les ménages à acquérir un logement que la progression des loyers a été forte au cours des dernières années (18,6 % en moyenne à Paris entre 1999 et 2003, contre de 7,9 % pour l'indice des prix à la consommation, soit une hausse annuelle moyenne de 2,1 % des loyers réels). De ce fait, le ratio « coût de la dette d'acquisition » sur « coût de location » d'un mètre carré à Paris se situait à 2,0 en 2003, contre 3,5 en 1990 et 1991.

En outre, la prime de risque sur l'investissement immobilier (cf. encadré) s'est stabilisée à un niveau relativement élevé depuis trois ans, à la différence des années quatre-vingt-dix et quatre-vingt-onze qui ressortent clairement comme une phase où le risque sur l'investissement immobilier était insuffisamment rémunéré (prime de risque négative par rapport à l'investissement obligataire), ce qui constituait l'un des indices les plus probants de constitution d'une bulle spéculative. Cette prime de risque négative était probablement liée à une erreur d'anticipation des investisseurs à cette époque. À la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, les loyers parisiens augmentaient sur un rythme proche de 7 % par an (4 % en termes réels). Ce rythme a pu être perçu, à l'époque, comme représentatif d'un état permanent, alors que les loyers ont par la suite fortement ralenti. Progressivement, au cours des années quatre-vingt-dix, la baisse des prix, puis celle des taux d'intérêt, ont permis de faire remonter la rémunération du risque immobilier.

Prime de risque sur l'investissement immobilier à Paris (avec progression constante des loyers de 3,3 % par an)



Sources : INSEE-Chambre des notaires, OLAP – calculs Banque de France

Ces différents éléments peuvent conduire à porter un jugement assez rassurant sur l'état du marché immobilier à Paris. Un certain nombre de risques doivent toutefois être mentionnés :

- depuis 1999, la progression des prix y est nettement plus rapide que celle du revenu disponible brut des ménages, alors que les taux débiteurs se sont, au total, stabilisés. Les ménages qui continuent à acquérir des logements doivent donc, pour une surface et une qualité constante, consentir à consacrer une part croissante

de leur revenu au remboursement de leurs emprunts ou doivent, pour maintenir constant le service de leur dette, obtenir un allongement de la durée des prêts suffisamment important pour compenser l'effet sur leurs remboursements périodiques d'une prime de terme accrue ;

- la prime de risque sur l'investissement immobilier est calculée en référence à un taux d'intérêt de référence historiquement bas (4,13 % en moyenne en 2003 pour l'OAT à 10 ans). Par ailleurs, la hausse des prix immobiliers intervient maintenant dans un contexte de forte incertitude sur l'orientation des cours boursiers. Une anticipation de reprise plus nette des cours des actions réduirait très certainement l'intérêt des placements immobiliers. Enfin, le calcul a été réalisé sur la base d'une hausse tendancielle des loyers parisiens d'un rythme de 3,3 %, correspondant à la moyenne annuelle observée entre 1990 et 2003. Or, on a observé de fortes variations au cours de cette période. Ainsi, entre 1993 et 1996, la progression des loyers n'a été que de 0,8 % par an en moyenne. Ceci ajoute encore au caractère incertain de l'investissement locatif.

À titre illustratif, le tableau ci-dessous présente une évaluation de l'impact d'une variation des taux d'intérêt et/ou d'une variation des prix sur la capacité, le coût d'opportunité d'achat et la prime de risque (à partir de la situation de 2003, en supposant le niveau des loyers et du revenu inchangé).

	Capacité d'achat (en m ²)	Coût d'acquisition/ coût de location	Prime de risque sur l'investissement locatif
1991	12,5	3,5	- 1,9
2003	24,6	2,0	4,0
Hausse de 100 points de base du coût du crédit et du taux de l'OAT 10 ans (A)	23,0	2,1	3,1
Hausse de 300 points de base du coût du crédit et du taux de l'OAT 10 ans (B)	19,2	2,6	1,1
Hausse des prix immobiliers de 10 % (C)	22,4	2,2	3,6
Hausse des prix immobiliers de 30 % (D)	18,9	2,6	2,9
A + C	20,9	2,3	2,6
B + D	14,7	3,3	- 0,1

Sources : INSEE-Chambre des notaires, Banque de France, OLAP – Calculs Banque de France

Une poursuite pendant deux années de la hausse des prix au rythme actuellement observé, accompagnée d'une élévation de 300 points de base des taux d'intérêt à long terme, entraîneraient un retour à une situation proche de celle de 1991, avec notamment l'apparition d'une prime de risque négative sur l'investissement locatif, caractéristique d'une situation de bulle spéculative.

Méthode de calcul de la capacité d'achat et de la prime de risque sur l'investissement immobilier**1. Calcul de la capacité d'acquisition des ménages**

Il prend en compte quatre paramètres :

- le montant maximal du service de la dette immobilière d'un ménage est fixé à un tiers du revenu moyen d'un ménage français (source INSEE), en considérant que ce seuil est généralement appliqué par les établissements de crédit lors de l'examen des demandes de prêt ;
- la durée du prêt est fixée à quinze années ;
- le prix d'acquisition est le prix moyen pour un logement ancien à Paris tel qu'il est observé par la Chambre des notaires ;
- le coût du crédit pour les ménages emprunteurs est celui donné par l'enquête de la Banque de France. Il s'agit d'un taux fixe (formule utilisée par 80 % des emprunteurs).

L'indicateur est exprimé en mètres carrés : il s'agit en effet du nombre maximal de mètres carrés qu'un ménage peut acquérir selon les conditions 1, 2, 3 et 4. Il doit être manié avec prudence. En effet :

- les prix de l'immobilier utilisés ici sont des prix purement parisiens (afin de pouvoir disposer d'une série suffisamment longue). Or, le revenu moyen des ménages parisiens est supérieur à la moyenne nationale. Le nombre de mètres carrés susceptibles d'être achetés par un ménage parisien est donc supérieur au nombre donné par l'indicateur. En revanche, en supposant que le taux de croissance du RDB est peu différent à Paris que dans le reste de la France, la comparaison chronologique est légitime ;
- l'indicateur néglige l'apport personnel, qui peut varier non seulement en fonction du revenu, mais aussi selon l'évolution de la richesse totale des ménages. Ce choix tend à accroître l'effet de levier de la baisse des taux ;
- l'indicateur néglige la possibilité de moduler la durée des prêts ;
- l'indicateur ne prend pas en compte les changements dans l'environnement réglementaire (prêts à taux zéro, dispositions fiscales...) qui peuvent modifier les conditions d'accès à la propriété.

2. Calcul de la prime de risque sur l'investissement immobilier

Le calcul de la prime de risque s'obtient en ré-arrangeant la formule de calcul proposée par Gordon et Shapiro pour évaluer le prix actuel d'un actif financier :

$$P/D = 1/(i+R-G)$$

P = Prix moyen d'acquisition d'un mètre carré à Paris (source : Chambre des notaires)

D = Loyer moyen d'un mètre carré dans le parc locatif privé à Paris (source : Observatoire des loyers de l'Agglomération parisienne)

i = Rendement nominal d'une obligation d'Etat à dix ans

R = Prime de risque

G = Taux d'actualisation des loyers (moyenne annuelle de la variation des loyers parisiens de 1990 à 2003)

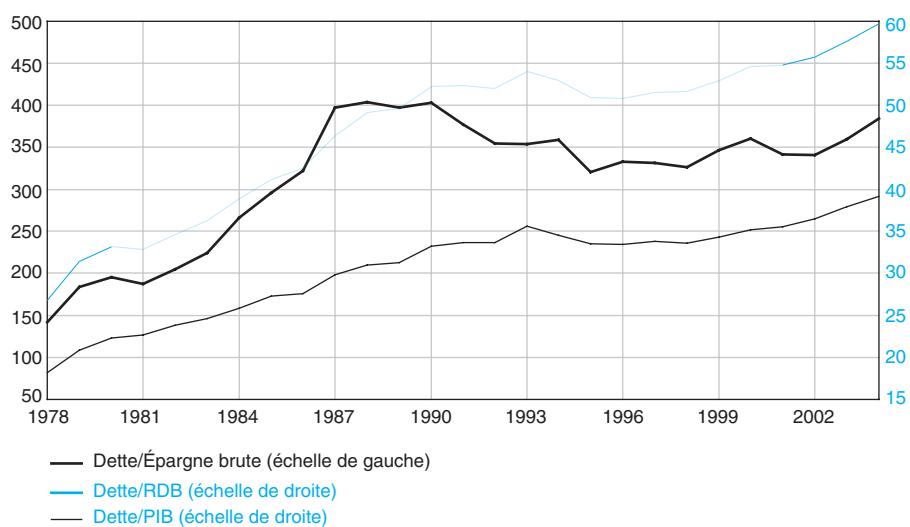
À noter que ce calcul néglige l'impact de la fiscalité et ne prend pas en compte la dépréciation du capital physique, ce dernier élément pesant très probablement assez fortement sur le rendement réel de l'investissement locatif.

NB : L'auteur remercie P. Sicsic pour ses commentaires sur cet encadré.

5. Un taux d'endettement des ménages historiquement élevé

La forte demande structurelle de logements couplée à l'augmentation de la capacité d'achat s'est traduite par une élévation très significative de l'endettement des ménages. Le ratio dette/RDB des ménages se situait en décembre 2003 à 58,7 %, contre 50,7 % en 1995. Depuis 1978, début de disponibilité de l'indicateur, ce ratio, de même que le ratio dette des ménages/PIB, n'a jamais été aussi élevé. La demande de financement a été satisfaite par les stratégies d'offre (accroissement des prêts à taux variable, durées plus longues...) des banques. Ces stratégies s'expliquent aussi par la modération de la demande de financement des entreprises et par des imperfections de marché : le caractère de produit d'appel des prêts à l'habitat permet de fidéliser la clientèle par la domiciliation des salaires et la vente de produits liés (assurance, autres crédits...).

Taux d'endettement des ménages



Source : Banque de France

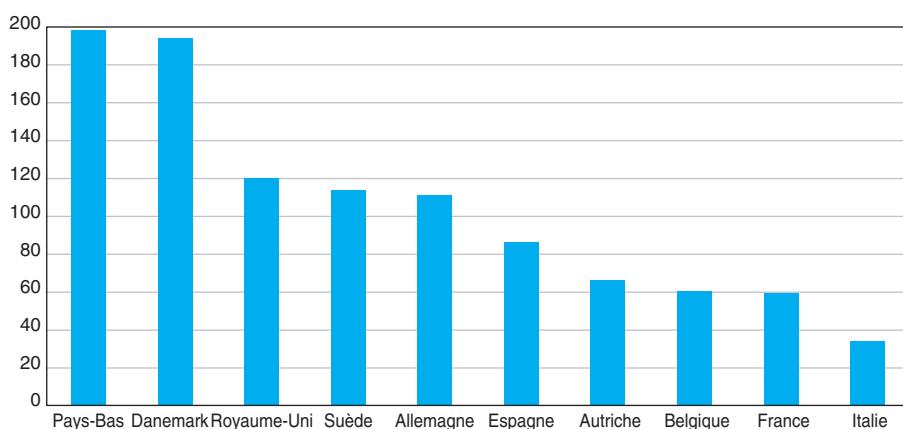
En outre, s'il n'existe pas de données fiables relatives à la « *loan to value* » en France, il est probable que celle-ci a augmenté dans les années récentes. Ainsi, selon l'INSEE, l'achat de logement était financé par apport personnel à hauteur de 33 % en 2002, contre 39 % en 1996 (Daubresse, 2003).

Enfin, on observe sur la période récente une diminution de la proportion de ménages endettés. Ce ratio de diffusion est ainsi passé de 51,3 % à fin 2002 à 49,7 % fin 2003, celle des ménages ayant contracté un crédit immobilier revenant de 17,5 % à 16,5 % (Mouillart, 2004). La progression globale de l'endettement est donc supportée par un nombre de ménages plus restreint.

Trois éléments rassurants doivent toutefois être notés. En premier lieu, compte tenu de la forte baisse des taux débiteurs au cours des dernières années, le ratio « intérêts versés/RDB des ménages » s'est stabilisé à 3,2 % en 2003, alors qu'il était proche de 6 % en 1991. Par ailleurs, l'endettement bancaire des promoteurs immobiliers a fortement baissé après le pic de mars 1993 (22,6 milliards d'euros d'encours) et s'est stabilisé depuis 1997 pour atteindre 7,4 milliards en décembre 2003. Enfin, comparé aux autres pays européens, le taux d'endettement des ménages français reste modéré (cf. graphique ci-dessous). Une étude récente (Banque de France, DGEI-DESM, 2004) a souligné que la France est le seul grand pays où, à la fois, l'encours d'endettement et sa progression sur la période récente sont restés contenus.

Niveau d'endettement des ménages en Europe par habitant en 2002

(en % du revenu disponible brut)



Sources : OCDE, comptes nationaux

Les ménages pourraient toutefois être conduits à réduire leur endettement au cours des prochains trimestres. Les flux d'endettement des ménages au titre de l'acquisition de logements n'ont pas décéléré, en dépit du ralentissement économique de 2001. Comme on l'a vu plus haut, les décisions d'acquisition de logement par les ménages ne sont pas réductibles à des considérations de court terme. Il est toutefois possible que le maintien de flux d'endettement importants après 2001 ait été favorisé par le décalage qui s'est produit entre l'évolution de la croissance du PIB et celle du pouvoir d'achat des ménages : selon les comptes trimestriels de l'INSEE, alors que le PIB en volume a nettement ralenti entre 2000 et 2001 (de 3,3 % à 2,1 % en moyenne annuelle), le pouvoir d'achat du RDB des ménages a pratiquement maintenu son rythme de progression (de 3,5 % à 3,3 %). En termes cumulés sur 2001 et 2002, le pouvoir d'achat des ménages a augmenté de 5,8 %, contre 3,3 % pour le PIB. La progression du pouvoir d'achat ne s'est nettement affaiblie qu'en 2003.

En conclusion, l'analyse proposée dans cette étude appelle à une grande vigilance sur les évolutions à venir des prix immobiliers, dont les indicateurs présentés ici pourraient permettre de mesurer la soutenabilité. D'autres types d'approches, mobilisant notamment des méthodes économétriques, pourraient également contribuer au suivi des prix immobiliers.

Cette étude s'est cantonnée à l'analyse du marché français. Or, on observe une élévation des prix immobiliers dans de nombreux autres pays développés. La vigilance s'impose donc également sur le plan international, compte tenu des fortes répercussions économiques et financières que pourrait avoir un retournement brutal et généralisé des marchés immobiliers.

Bibliographie

Baghli M., Brunhes-Lesage V., de Bandt O., Fraisse H. et Villetelle J.-P. : « Mascotte : Modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture », *Note d'Études et de Recherche* n°106, février 2004

Banque de France (DGEI-DESM) : « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, août 2004

Cornuel D. : « L'hypothèse de bulle immobilière », *Revue de l'OFCE*, juillet 1999

Daubresse M. : « La reprise de l'accession à la propriété », *INSEE première*, n° 913, juillet 2003

Jacquot A. : « La demande potentielle de logements », *INSEE première* n° 875, décembre 2002

McCarthy J. et Peach R.W. : « *Are Home Prices the Next Bubble ?* », *FRBNY Economic Policy Review*, à paraître

Mouillart M. « L'endettement des ménages à fin 2003 », 16^e rapport annuel de l'Observatoire de l'endettement des ménages, 2004

La situation des entreprises industrielles – bilan 2003

Cet article reprend les points clés de l'étude annuelle sur la situation des entreprises industrielles effectuée à partir des données de la Centrale de bilans de la Banque de France¹ et publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. description et bon de commande figurant à la fin du présent Bulletin).

L'année 2003 a été marquée par un fléchissement des résultats des entreprises et de leur effort d'investissement. Cette étude s'est donc particulièrement attachée à examiner les évolutions de la répartition de la valeur ajoutée, du comportement d'investissement et de la structure de financement dont les grandes lignes sont présentées ici.

Outre un développement des analyses présentées dans ce résumé, l'étude inclut une décomposition des résultats par grands secteurs d'activité, une analyse complète des flux et une présentation des évolutions de la structure des revenus répartis et de l'endettement au cours des dix dernières années.

*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

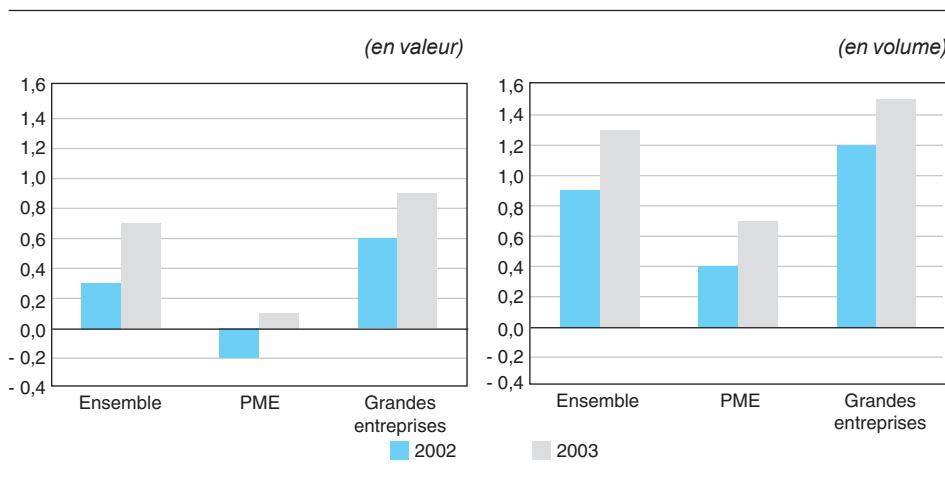
NB : Cette étude a été préparée par B. Bardes, M. Bardos, D. Boissonade, D. Cochonneau, D. Lefilliâtre, A. Sauvé.

¹ Ces données permettent, sur un échantillon représentatif de l'industrie, de présenter dans un délai rapide après la clôture des comptes des analyses sur les résultats économiques, sur les structures et les flux financiers, avec des déclinaisons par secteurs et par tailles d'entreprise.

1. Des performances affectées par la faiblesse de la demande et la baisse des prix à la production

En valeur, le chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon de la Centrale de bilans s'est accru de 0,7 % en 2003, contre 0,3 % l'année précédente. La progression a été plus marquée dans les grandes entreprises (0,9 %) que dans les PME (0,1 %). En volume, compte tenu de la baisse des prix à la production dans l'industrie, le chiffre d'affaires a progressé davantage en 2003 (1,3 %) qu'en 2002 (1 %).

Taux de variation du chiffre d'affaires par tailles en %



La progression de l'activité, en volume, a été sensible dans l'ensemble des secteurs industriels ; en valeur, l'activité s'est contractée dans les industries des biens intermédiaires et celles des biens d'équipement, fortement pénalisées par la baisse des prix.

Dans ce contexte et malgré une légère reprise de la croissance qui s'est amorcée à la fin de l'année 2003, la valeur ajoutée a globalement stagné, ce qui s'est ensuite répercuté sur les différents niveaux de marge.

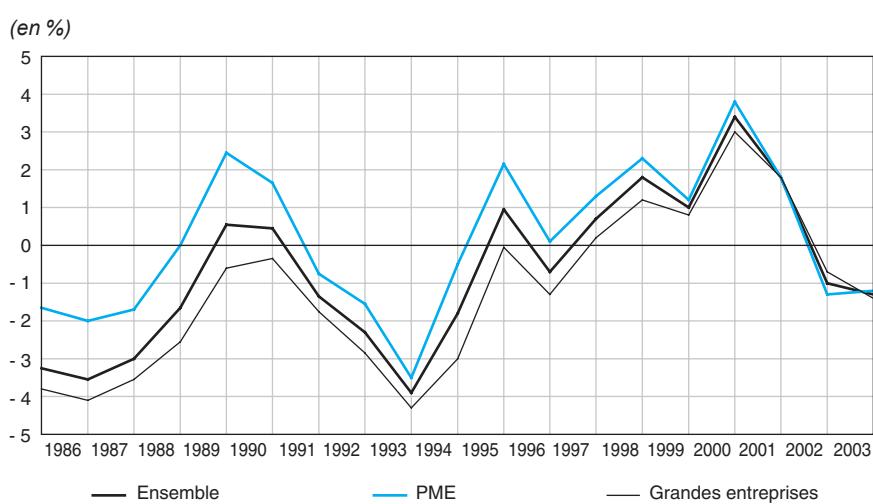
Le taux d'exportation a été stable dans la plupart des secteurs — de l'ordre de 25 % du chiffre d'affaires dans les PME et de près de 35 % dans les grandes entreprises — ce qui suggère que les entreprises ont préservé leur compétitivité dans une conjoncture aussi difficile à l'étranger qu'en France. Il est à souligner que la part relative des exportations a été stable pour les PME comme dans les grandes entreprises. Les entreprises, notamment les PME, ont bénéficié de la protection que confère l'existence de l'euro, monnaie de transaction sur les marchés de la zone euro qui constituent le plus souvent leur principal débouché à l'exportation.

Dans ce contexte de faible progression du chiffre d'affaires influencée par la diminution de certains prix à la production, les indicateurs de rentabilité ont poursuivi le mouvement de baisse observé depuis 2001. Le taux de résultat brut d'exploitation s'est replié de 0,7 point pour s'établir à 6,5 %. La progression des opérations hors exploitation des grandes entreprises a permis d'atténuer la dégradation de leurs résultats d'exploitation, liée à la baisse de la valeur ajoutée et à l'augmentation des charges de personnel.

En effet, la part relative de ces dernières dans la valeur ajoutée a augmenté malgré un ajustement des effectifs salariés, pour la deuxième année consécutive, dans toutes les tailles et pour tous les secteurs, exception faite des industries agroalimentaires. Il convient de noter que l'ajustement des effectifs salariés est apparu plus modéré que celui qui avait été observé lors du ralentissement économique de 1992-1993. En effet — cf. graphique ci-dessous — le rythme de diminution des effectifs a été de l'ordre de 1% par an au cours de la période récente, contre 3 à 4 % il y a 10 ans.

Ce résultat paraît refléter un comportement d'attente, privilégié par les chefs d'entreprise en 2003 : à la faveur notamment de la résistance relative de certaines composantes de la demande et d'un contexte de taux d'intérêt favorable, les chefs d'entreprise ont été en mesure d'éviter, en moyenne, des restructurations industrielles douloureuses.

Taux de variation des effectifs sur longue période



NB : Courbes retraçant la tendance observée dans l'ensemble des entreprises, les PME, les grandes entreprises à partir de l'échantillon Centrale de bilans

En distinguant par taille, les rentabilités brutes d'exploitation des PME, plus faibles que celles des grandes entreprises, se sont relativement moins détériorées. En revanche, les indicateurs globaux se sont davantage infléchis dans les PME.

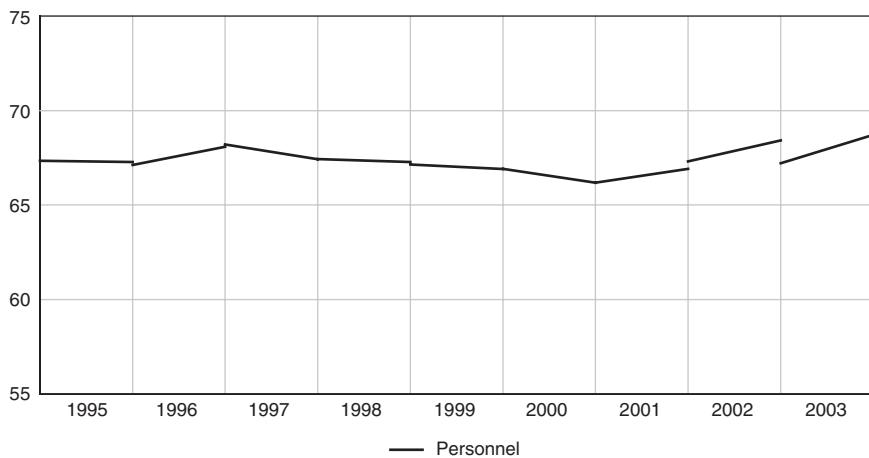
Le partage des revenus entre les partenaires de l'entreprise s'est modifié ; la part revenant au personnel et aux actionnaires a augmenté, alors que celle de l'autofinancement s'est réduite. La part de l'État et des prêteurs s'est de nouveau légèrement contractée. L'allègement de la charge d'intérêts est une conséquence directe de l'orientation favorable du coût du crédit aux entreprises au cours de l'année 2003, guidée par les deux baisses de taux directeurs de la BCE au cours de cette année. Elle s'observe aussi bien dans les grandes que dans les petites et moyennes entreprises.

Ces évolutions de la répartition des revenus peuvent être mises en perspective sur les dix dernières années. Comme illustré dans les graphiques ci-dessous, la baisse de la part revenant aux prêteurs reflète de manière tangible le bénéfice tiré de la

baisse des taux d'intérêt, acquise grâce à la politique de désinflation compétitive menée au cours des années quatre-vingt-dix et au degré élevé de crédibilité de l'euro. Cette part est passée de 5 % à 2,5 % environ des revenus répartis et a concerné les PME dans les mêmes proportions que les grandes entreprises. La hausse de la part allouée aux actionnaires a essentiellement concerné les grandes entreprises. Elle représente la contrepartie du recours accru aux marchés boursiers pour lever des capitaux. S'agissant de la part relative des frais de personnel, on notera qu'elle tend à se rapprocher des plus hauts niveaux observés en 1996. La part relative revenant à l'État apparaît globalement stable.

Évolution de la répartition du revenu global Dans les PME

(en %)



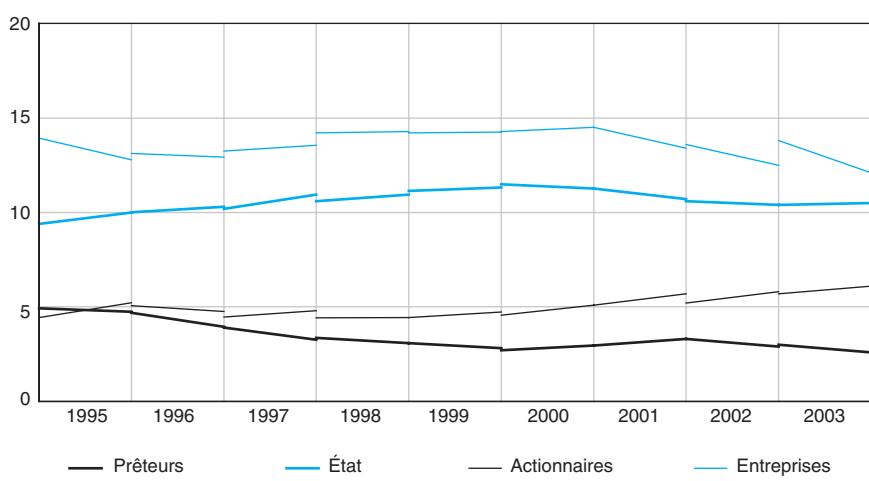
20

15

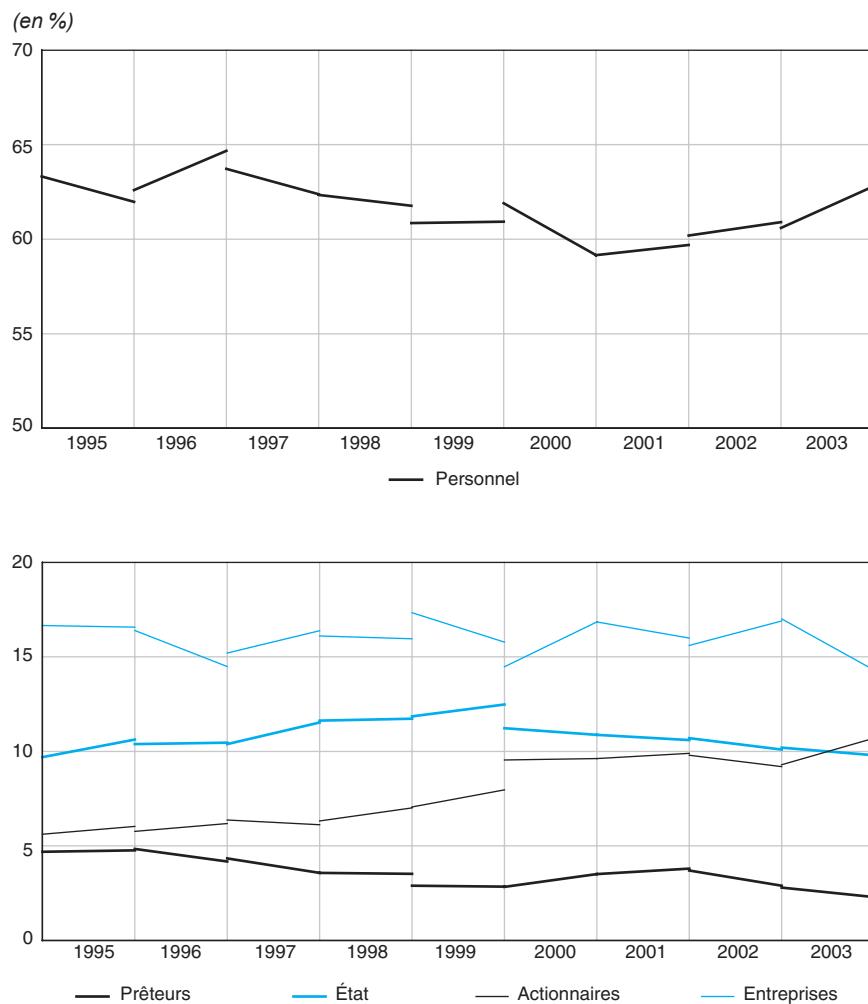
10

5

0



Dans les grandes entreprises



En liaison avec la baisse régulière du coût du crédit et la maîtrise de l'endettement, la solvabilité des entreprises s'est améliorée. Ce desserrement de la contrainte de solvabilité se traduit par un repli de près de 1 point du poids des intérêts versés dans le résultat brut global, le ratio se fixant à 8,2 %. En revanche, la capacité d'endettement des entreprises s'est dégradée en raison de la réduction de l'autofinancement dans la plupart des secteurs, à l'exception de celui des biens de consommation.

2. Un repli de l'investissement, reflet d'un attentisme raisonnable des chefs d'entreprise, des structures financières préservées

Dans cet environnement, en dépit de facteurs financiers favorables, l'effort d'investissement des entreprises a de nouveau régressé. Le taux d'investissement s'est établi à 13,1 %, contre 14 % en 2002. L'évolution du taux d'investissement a toutefois été différenciée selon les activités : une progression a été observée dans l'automobile, une quasi-stabilité dans les industries agroalimentaires et un recul

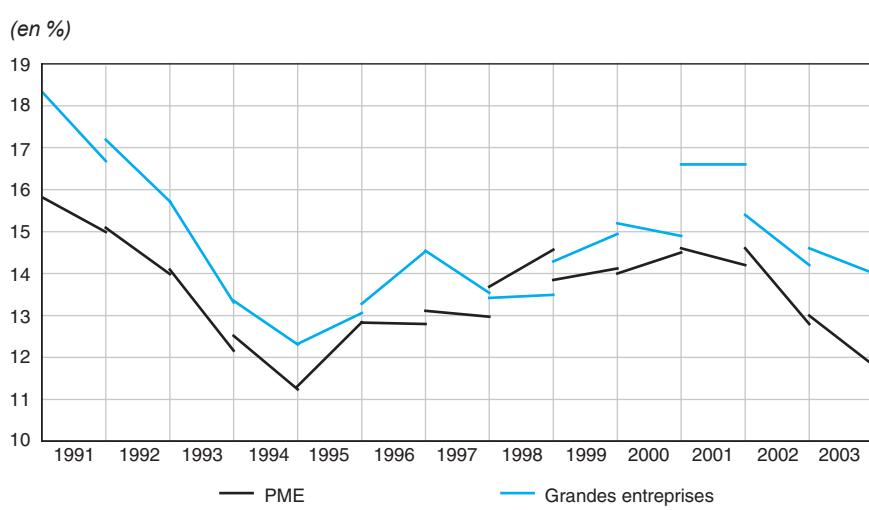
dans les biens de consommation, les biens d'équipement et les biens intermédiaires. Le montant des dépenses immatérielles s'est contracté de 3,5 %, en raison notamment de la baisse des frais de recherche et développement.

Certes, plusieurs éléments auraient pu inciter à un redémarrage plus rapide :

- des taux d'intérêt nominaux et réels historiquement faibles alors que les signes d'un retour à la croissance économique commençaient à apparaître en Asie et aux États-Unis,
- des structures financières globalement saines qui se sont renforcées, comme en 2002, même si les taux d'endettement se sont plutôt stabilisés.

En 1990, période de haut de cycle, le taux d'investissement était de l'ordre de 18 % dans les grandes entreprises et de 16 % dans les PME. En 2003, ces taux se situaient respectivement à 14 et 12 %. Certes, la période n'est pas comparable, mais, en 2000, qui était aussi un point élevé du cycle, les chiffres correspondants étaient de l'ordre de 15 et 14 %.

Taux d'investissement d'exploitation élargi selon la taille



Par rapport au début de la décennie quatre-vingt-dix, cette différence trouve certainement son origine dans plusieurs facteurs qui relativisent l'ampleur de la baisse :

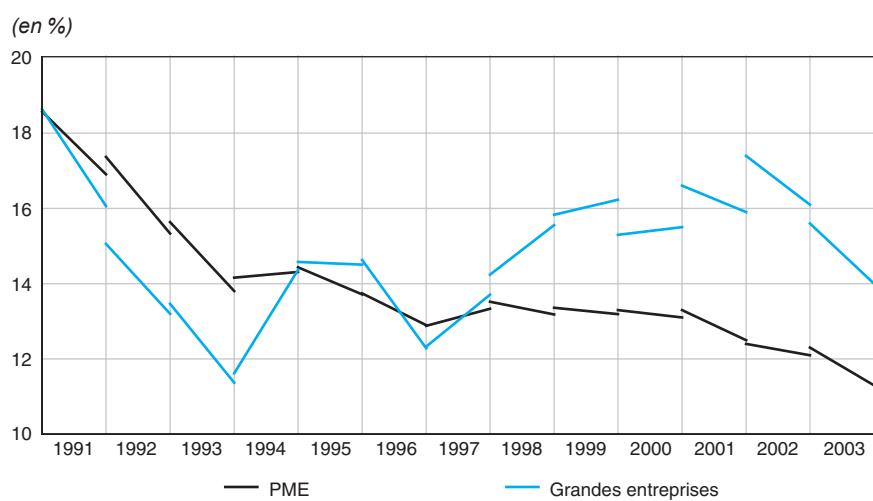
- la diminution tendancielle du prix d'acquisition des nouveaux équipements, notamment informatiques, qui résulte de la forte concurrence internationale ;
- un ralentissement du rythme de substitution du capital au travail en raison d'une bonne maîtrise des coûts salariaux, notamment sur la période 1995-2000 dans certaines entreprises ; les chefs d'entreprise ont donné la priorité à l'optimisation de la durée d'utilisation des équipements ; selon l'enquête de la Banque de France, la durée d'utilisation des équipements a atteint, en 2000, son plus haut niveau historique.

Bien que l'on ne dispose pas de référence sur longue période, le poids des dépenses immatérielles, par certains côtés assimilables à un investissement, s'est en outre certainement accru depuis 1990, même s'il a régressé depuis deux ans.

Au-delà des incertitudes sur l'environnement, fiscal en particulier, certains éléments, comme par exemple la proposition visant à exclure les investissements de l'assiette de la taxe professionnelle, ont pu inciter ponctuellement en 2003 certaines entreprises à retarder leur décision d'investir pour bénéficier pleinement de la mesure.

Des changements économiques ont pu aussi inciter les chefs d'entreprise à une prudence renforcée. S'agissant des PME, l'étude montre que leur marge d'exploitation a tendanciellement décrue depuis 1990 relativement à leur valeur ajoutée ou à leur capital d'exploitation. Cette évolution a des causes multiples : intensité concurrentielle dans un monde plus ouvert, difficulté à établir une position stratégique avantageuse ou des rapports de négociation équilibrés avec les clients ou les fournisseurs, taille critique plus élevée dans de nombreux secteurs industriels. Les petites et moyennes entreprises disposeraient ainsi d'une marge de sécurité plus faible pour assumer les risques inhérents à toute décision d'investissement.

Rentabilité brute du capital d'exploitation



Les indicateurs sont plus favorables dans le cas des grandes entreprises. Des facteurs de frein à l'investissement ont pu néanmoins jouer. La remontée, même si elle est limitée, des frais de personnel dans leur revenu global au cours des dernières années a pu influer sur leur appréciation de la compétitivité de l'économie française, les niveaux atteints, quoique loin des taux historiquement les plus élevés du début des années soixante-dix, ont retrouvé celui observé en 1994. Leur taux d'endettement, notamment celui d'entreprises appartenant à des grands groupes, a certes fléchi depuis deux ans, après la hausse sensible des années 1999-2001. Il n'a pas retrouvé cependant le bas niveau de 1998.

Au total, avec une capacité d'endettement qui a fléchi aussi bien dans des PME que dans les grandes entreprises, il n'est pas surprenant qu'un attentisme se soit manifesté, d'autant que des marges de développement existent du côté du degré

d'utilisation des équipements. Les conditions favorables à une reprise de l'investissement demeurent néanmoins et devraient se renforcer, dès que la certitude d'une croissance plus soutenue deviendra manifeste ; les gains de productivité qu'elle peut susciter seraient alors de nature à engendrer un cercle plus « vertueux ». En effet, tout renforcement de la rentabilité est susceptible d'avoir un effet de levier sensible sur la solvabilité — restée satisfaisante — et, surtout, sur la rentabilité financière et la capacité de remboursement — ces deux derniers indicateurs ayant été affectés par la conjoncture récente. Les premiers résultats 2004 montrent qu'une telle amélioration pourrait se concrétiser.

Résumé d'étude

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

Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004

Sur la base des résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, la valeur des titres déposés sur des comptes PEA (plan d'épargne en actions) s'établissait, à fin juin 2004, à 88,6 milliards d'euros, en progression de 2 % d'une fin de trimestre à l'autre. Cette progression reflète essentiellement celle des cours boursiers. L'encours à fin juin 2004 est encore inférieur de près de 15 % à son plus haut niveau, atteint fin septembre 2000.

Au cours de ce trimestre, les détenteurs de PEA ont procédé, globalement, à des ventes nettes de titres (toutes valeurs confondues), pour environ 160 millions d'euros, soit 0,2 % de l'encours à fin mars 2004. Les désinvestissements se sont montés à, respectivement, environ 100 millions d'euros pour les actions françaises et européennes et 60 millions pour les titres d'OPCVM. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA ont augmenté de 200 millions d'euros, pour atteindre 4,5 milliards à fin juin.

Le nombre de PEA s'élevait à 7,415 millions à fin juin 2004, en diminution d'environ 2600 comptes par rapport au trimestre précédent.

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (62 %) et actions (38 %) n'a quasiment pas varié depuis fin décembre 2003.

Hervé GRANDJEAN
Armelle RIVOL
*Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service d'Études et Statistiques des opérations financières*

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 marchés interbancaires	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	S7
Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital	8	S8
Balance des paiements : compte financier	9	S9
Placements et financements de l'économie nationale		
Méthodologie (tableaux 10 à 23)		S11
Bilan de la Banque de France	10	S12
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	11	S13
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	12	S14
Engagements monétaires des IFM	13	S15
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France	14	S15
Dépôts à vue	15	S16
Comptes sur livret	16	S16
Dépôts à terme	17	S17
Crédits des institutions financières monétaires	18	S18
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	19	S19
Crédits des établissements de crédit aux ménages	20	S19
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	21	S20
Endettement des administrations publiques sur les marchés	22	S20
Endettement intérieur total (EIT)	23	S21
Rémunération des dépôts	24	S23
Coût du crédit	25	S23
Taux des crédits et seuils de l'usure	26	S24
Émissions obligataires de l'État	27	S25
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus)	28	S26
Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises	29	S28
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	S28
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	S29
Détention par les non-résidents de titres français : actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	S30
Émissions de bons du Trésor	33	S31
Titres d'OPCVM	34	S32
Systèmes de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	S33

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

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 6 septembre 2004
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

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

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 6 septembre 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

	(en % de la population active, données cvs)													
	2003				2004									
	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août
France	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,7	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	
Allemagne	10,6	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,2	10,3	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	
Autriche	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	
Belgique	8,2	8,1	8,3	8,3	8,4	8,1	8,4	8,5	8,6	8,6	8,6	8,7	8,6	
Espagne	11,3	11,2	11,2	11,2	11,2	11,3	11,1	11,1	11,1	11,1	11,0	11,0	11,0	
Finlande	8,8	8,7	8,9	8,8	9,0	9,0	8,9	8,8	9,0	9,3	9,1	8,8	9,1	
Grèce	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3								
Irlande	4,7	4,6	4,5	4,5	4,4	4,6	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,4	
Italie						8,5	8,7							
Luxembourg (a)	3,6	3,8	4,0	4,1	4,1	3,7	4,5	4,4	4,2	4,2	3,9	3,9	4,0	
Pays-Bas	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,3	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4	4,3	4,3	
Portugal	6,2	6,3	6,4	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	6,3	6,5	6,4	6,4	6,4	
Zone euro	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	
Chypre	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,7	4,7	4,4	4,2	4,4	4,5	
Danemark	6,2	6,4	6,5	6,6	6,6	6,2	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,2	
Estonie	10,1	10,0	9,9	9,7	9,6	10,1	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0	8,8	
Hongrie	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	
Lettonie	10,3	10,4	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6	10,6	10,7	10,6	10,6	10,6	
Lituanie	12,5	12,4	12,2	12,1	11,9	12,7	11,7	11,7	11,6	11,5	11,4	11,4	11,3	
Malte	8,5	8,6	8,6	8,7	8,6	8,2	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,8	8,7	
Pologne	19,2	19,2	19,1	19,1	19,1	19,2	19,1	19,1	19,0	18,9	18,9	18,8	18,8	
Royaume-Uni	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	
Slovaquie	16,8	16,8	16,7	16,6	16,6	17,1	16,6	16,5	16,5	16,4	16,3	16,1	15,9	
Slovénie	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	
Suède	5,6	5,7	5,9	6,0	6,0	5,6	6,0	6,4	6,3	6,3	6,6	6,5	6,4	
République tchèque	8,0	8,0	8,1	8,2	8,3	7,8	8,5	8,5	8,7	8,7	8,7	8,8	8,8	
Union européenne	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	
États-Unis	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	6,0	5,6	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	
Japon	5,1	5,1	5,2	5,1	4,9	5,3	5,0	5,0	4,7	4,7	4,6	4,6	4,9	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales non harmonisées, BRI, Eurostat

Réalisé le 6 septembre 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

Compétitivité de l'économie française

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	97,20	114,50	93,00	133,90	89,70
2000	Décembre	110,3	96,10	114,10	91,60	130,80	86,50
2001	Décembre	110,3	95,20	114,40	91,20	133,20	87,30
2002	Décembre	110,3	95,40	114,90	91,60	138,80	90,80
2003	Décembre	110,3	95,80	116,50	93,10	145,90	95,70
2002	Août	110,3	95,48	114,86	91,75	137,02	89,70
	Septembre	110,3	95,47	114,69	91,52	137,26	89,80
	Octobre	110,3	95,53	114,64	91,53	137,60	90,06
	Novembre	110,3	95,58	114,77	91,66	138,10	90,37
	Décembre	110,3	95,35	114,90	91,59	138,79	90,74
	Janvier	110,3	95,41	115,31	91,99	140,51	91,75
2003	Février	110,3	95,64	115,63	92,44	141,41	92,52
	Mars	110,3	95,75	116,00	92,83	141,82	92,92
	Avril	110,3	95,55	116,11	92,64	142,01	92,78
	Mai	110,3	95,52	116,65	93,02	144,52	94,38
	Juin	110,3	95,57	116,47	92,97	144,67	94,64
	Juillet	110,3	95,46	116,46	92,87	143,66	93,89
	Août	110,3	95,46	116,42	92,86	142,89	93,34
	Septembre	110,3	95,63	116,33	92,89	142,73	93,37
	Octobre	110,3	95,86	116,36	93,14	143,98	94,39
	Novembre	110,3	95,93	116,26	93,12	143,98	94,49
	Décembre	110,3	95,76	116,50	93,13	145,94	95,64
2004	Janvier	110,3	95,75	116,33	93,01	146,62	95,90
	Février	110,3	95,96	116,03	92,95	146,52	96,02
	Mars	110,3	95,94	115,87	92,80	145,26	95,21
	Avril	110,3	95,78	115,71	92,50	144,10	94,29
	Mai	110,3	95,85	115,84	92,64	144,96	94,91
	Juin	110,3	95,84	115,64	92,46	144,99	94,86
	Juillet	110,3	95,64	115,65	92,29	145,31	94,88
	Août	110,3	95,57	115,70	92,29	145,30	94,77

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 dix pays accédants) et de 43 partenaires (cf. ci-après).

(a) Union européenne (quinze 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 : Banque de France

Réalisé le 1^{er} septembre 2004
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des marchés interbancaires

	(en %)											
	Mars 2004		Avril 2004		Mai 2004		Juin 2004		Juillet 2004		Août 2004	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.						
Euro												
Au jour le jour	2,050	1,983	2,060	2,031	1,990	1,989	2,130	2,026	2,010	2,042	2,060	2,013
À 1 mois	2,010	2,027	2,040	2,038	2,050	2,045	2,070	2,066	2,060	2,059	2,055	2,058
À 3 mois	1,940	2,010	2,050	2,024	2,070	2,065	2,110	2,099	2,105	2,100	2,095	2,095
À 6 mois	1,900	1,992	2,090	2,033	2,110	2,115	2,190	2,172	2,165	2,170	2,135	2,138
À 1 an	1,960	2,032	2,210	2,131	2,260	2,271	2,420	2,384	2,355	2,343	2,245	2,269
Dollar												
Au jour le jour	1,030	1,019	1,025	1,020	1,025	1,021	1,530	1,034	1,350	1,278	1,570	1,448
À 1 mois	1,040	1,028	1,045	1,038	1,050	1,043	1,310	1,207	1,490	1,378	1,630	1,555
À 3 mois	1,060	1,054	1,115	1,088	1,255	1,198	1,590	1,464	1,660	1,587	1,780	1,702
À 6 mois	1,105	1,105	1,330	1,210	1,520	1,461	1,880	1,760	1,960	1,867	1,960	1,915
À 1 an	1,295	1,262	1,770	1,525	1,975	1,943	2,440	2,298	2,370	2,290	2,270	2,259
Livre sterling												
Au jour le jour	3,875	3,978	3,950	3,879	4,340	4,212	4,800	4,356	4,375	4,447	4,970	4,684
À 1 mois	4,125	4,107	4,285	4,153	4,395	4,353	4,555	4,524	4,750	4,601	4,800	4,781
À 3 mois	4,335	4,248	4,390	4,340	4,560	4,468	4,785	4,742	4,890	4,806	4,910	4,902
À 6 mois	4,460	4,386	4,520	4,503	4,810	4,662	4,970	4,949	5,085	4,972	5,025	5,039
À 1 an	4,680	4,597	4,840	4,756	5,145	4,975	5,160	5,262	5,410	5,219	5,210	5,207
Yen												
Au jour le jour	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	-0,065	-0,025	-0,020	-0,021	0,002	0,005
À 1 mois	0,008	0,013	0,005	0,004	0,004	0,004	-0,050	-0,051	-0,045	-0,050	-0,010	-0,029
À 3 mois	0,015	0,014	0,010	0,011	0,010	0,010	-0,035	-0,034	-0,025	-0,030	-0,015	-0,020
À 6 mois	0,023	0,021	0,023	0,024	0,018	0,027	-0,015	-0,014	-0,015	-0,017	0,015	0,010
À 1 an	0,060	0,055	0,060	0,059	0,055	0,058	0,050	0,032	0,015	0,035	0,035	0,047
Franc suisse												
Au jour le jour	0,165	0,204	0,170	0,157	0,145	0,159	0,350	0,192	0,200	0,260	0,240	0,237
À 1 mois	0,185	0,192	0,195	0,199	0,165	0,178	0,365	0,289	0,360	0,373	0,380	0,359
À 3 mois	0,225	0,223	0,265	0,254	0,235	0,249	0,475	0,383	0,505	0,476	0,570	0,514
À 6 mois	0,265	0,267	0,435	0,354	0,395	0,408	0,770	0,615	0,735	0,699	0,660	0,655
À 1 an	0,435	0,412	0,775	0,604	0,745	0,739	1,105	0,986	1,015	0,990	0,910	0,881

NB : Les taux d'intérêt des euromonnaies publiés jusqu'au numéro 126 (juin 2004) du Bulletin sont remplacés, à partir du numéro 127 (juillet 2004), par les taux d'intérêt intérieurs interbancaires des principales devises.

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} septembre 2004
DGO – DOM – MOPM – Tél. 01 42 92 27 67

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Sept. 2003	Octobre	Nov.	Déc.	Janvier 2004	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août
Placements monétaires												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	3,6	6,3	4,1	6,6	6,5	8,1	10,1	7,9	6,8	7,2		
Comptes sur livret	10,8	10,7	10,0	10,0	8,8	8,0	7,2	6,7	6,4	6,1		
Titres d'OPCVM monétaires	8,2	10,0	8,2	8,0	5,9	7,6	7,8	7,4	4,0	4,4		
Endettement												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	3,3	3,7	4,8	5,3	6,4	6,2	4,5	5,4	6,3	6,4		
Endettement intérieur total	7,3	6,7	6,8	6,3	6,2	5,4	4,9	4,9	4,7	5,5		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	4,23	4,28	4,41	4,34	4,20	4,14	3,98	4,19	4,34	4,39	4,27	4,11
Livret A (fin de mois)	2,25	2,25	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	1,1222	1,1692	1,1702	1,2286	1,2613	1,2646	1,2262	1,1985	1,2007	1,2138	1,2266	1,2176
EUR/JPY	128,94	128,12	127,84	132,43	134,13	134,78	133,13	129,08	134,48	132,86	134,08	134,54
EUR/GBP	0,6969	0,6976	0,6928	0,7020	0,6921	0,6769	0,6712	0,6653	0,6716	0,6643	0,6658	0,6694
Indices des prix à la consommation												
(base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4	0,3	0,4	0,0		
Glissement annuel	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7	2,1	2,6	2,4		
Indices de la production industrielle												
(base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	0,9	0,7	- 0,7	0,0	- 0,3	1,1	0,3	- 0,3	0,4	0,2		
Glissement annuel	0,1	1,6	0,4	0,9	- 0,3	0,7	1,2	0,8	3,5	2,7		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle	1,4	0,2	- 0,1	0,5	- 1,0	- 0,1	0,1	0,3	0,8	0,1	- 0,5	
Glissement annuel	7,0	7,1	6,2	5,9	4,2	3,2	2,3	2,4	2,9	2,1	2,0	
Taux de chômage (définition BIT)	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,8	9,8	9,8	9,9	9,9	9,8	
Commerce extérieur												
(cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	26,70	27,28	27,15	27,09	27,16	26,84	27,17	28,11	28,58	29,00		
Exportations FAB	27,16	27,44	27,27	27,91	27,95	27,16	28,04	27,88	28,25	28,70		
Solde mensuel	0,46	0,16	0,12	0,82	0,79	0,32	0,87	- 0,23	- 0,34	- 0,30		
Solde cumulé sur 12 mois	0,89	1,04	1,17	1,99	0,79	1,11	1,98	1,75	1,41	1,11		
Transactions courantes												
(en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	1,40	- 3,02	0,79	1,67	2,32	0,31	- 0,25	- 4,60	- 1,85	1,03		
Solde cumulé sur 12 mois	9,56	8,86	7,17	4,84	4,06	4,01	2,50	2,68	0,02	- 1,16		

(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 2 septembre 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 :		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 %		
Base arrêtée fin du mois de :									
		Total		Dépôts (à vue, à terme d'une durée ≤ 2 ans avec préavis)			Autres exigibilités (a)		
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
2003	Décembre	11 538,7	1 886,0	6 283,8	1 019,8	412,9	163,0	1 459,1	114,0
2004	Janvier	11 691,2	1 969,4	6 328,2	1 047,2	428,0	174,5	1 461,4	116,4
	Février	11 775,2	1 993,9	6 315,9	1 056,5	431,3	175,2	1 470,0	117,1
	Mars	11 926,7	1 984,8	6 404,7	1 058,6	442,5	175,4	1 483,2	125,9
	Avril	12 088,2	2 059,3	6 474,0	1 096,2	451,3	182,3	1 492,1	127,6
	Mai	12 141,3	2 057,6	6 506,8	1 095,1	442,3	174,9	1 499,1	130,6
	Juin	12 148,5	2 048,3	6 524,1	1 093,9	439,1	179,4	1 515,1	135,4
									3 670,2
									639,6

(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	
2004	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	135,0	24,7	0,6	0,1	0,0	0,0	2,00
	8 juin	136,4	24,6	137,1	24,7	0,7	0,1	0,0	0,0	2,00
	6 juillet	138,0	25,5	138,8	25,6	0,8	0,1	0,0	0,0	2,00
	10 août	138,5	25,4	139,1	25,5	0,6	0,1	0,0	0,0	2,01
	7 septembre	138,7	25,4		25,5		0,1			2,02

Facteurs de liquidité bancaire

(encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)								
Période de constitution prenant fin le :		Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)	Avoirs
		(A)	(B)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)
Zone euro								
2003	23 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
	11 mai	436,4	310,7	46,0	- 18,9	- 152,8	287,8	135,0
	8 juin	442,5	311,3	52,2	- 21,2	- 162,2	299,3	137,1
	6 juillet	449,1	308,2	65,0	- 24,1	- 181,8	320,6	138,8
	10 août	460,9	300,8	61,1	- 31,8	- 189,4	328,5	139,1
Dont : France								
2003	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	- 35,1	9,5	15,2	24,7
	8 juin	84,4	57,3	0,2	- 35,6	8,3	16,4	24,7
	6 juillet	85,4	56,6	0,1	- 41,0	12,1	13,5	25,6
	10 août	87,9	56,1	0,1	- 43,6	11,7	13,8	25,5
	7 septembre	88,6	56,8	0,1	- 41,8	9,9	15,7	25,6

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 10 septembre 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

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	- 4 595	- 1 846	1 034	- 160	2 694	- 3 189	
Biens	7 964	1 568	160	- 591	37	990	396	1 889	
Recettes	325 574	319 401	28 541	27 033	31 536	28 592	186 784	199 899	
Dépenses	317 610	317 833	28 381	27 624	31 499	27 602	186 388	198 010	
<i>Marchandises générales</i>	7 906	2 124	174	- 663	15	975	625	1 585	
<i>dont : Données douanières FAB-FAB</i>	7 626	891	- 206	- 743	- 135	825	- 404	340	
Total des corrections	280	1 233	380	80	150	150	1 029	1 245	
Services	18 169	13 044	1 078	1 036	1 435	1 141	7 248	5 183	
Recettes	91 028	87 658	7 231	7 462	7 909	8 435	51 383	50 338	
Dépenses	72 859	74 614	6 153	6 426	6 474	7 294	44 135	45 155	
<i>Voyages</i>	13 610	11 636	994	934	1 496	1 502	6 884	6 039	
<i>dont : Recettes</i>	34 190	32 349	2 714	3 004	3 331	3 750	18 643	18 924	
Dépenses	20 580	20 713	1 720	2 070	1 835	2 248	11 759	12 885	
Total « Biens et services »	26 133	14 612	1 238	445	1 472	2 131	7 644	7 072	
Revenus	4 229	6 920	- 4 571	- 743	1 928	- 301	2 751	- 1 365	
Rémunération des salariés	8 804	8 157	729	677	675	688	4 747	4 821	
Revenus des investissements	- 4 575	- 1 237	- 5 300	- 1 420	1 253	- 989	- 1 996	- 6 186	
<i>dont : Directs</i>	5 266	11 421	217	392	1 655	619	6 820	4 831	
<i>De portefeuille</i>	- 7 876	- 12 157	- 5 444	- 1 713	- 215	- 1 480	- 8 904	- 9 695	
Autres	- 1 965	- 501	- 73	- 99	- 187	- 128	88	- 1 322	
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	- 1 262	- 1 548	- 2 366	- 1 990	- 7 701	- 8 896	

Compte de capital : données brutes

	Année 2002 (a)	Année 2003 (a)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)	(en millions d'euros)
Compte de capital	- 186	- 7 671	53	93	165	99	- 8 049	715	
Transferts en capital	- 75	- 7 627	58	94	5	99	- 8 023	554	
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 111	- 44	- 5	- 1	160	0	- 26	161	

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	14 723	6 387	203	- 729	- 512	- 765	5 835	- 1 032	
Biens	7 167	1 151	- 17	- 252	- 237	- 21	- 268	1 827	
Marchandises générales	6 758	1 666	122	- 220	- 313	- 11	- 44	1 390	
Services (hors voyages)	4 715	1 437	46	- 82	37	119	684	- 519	
Revenus	4 530	6 227	- 216	- 626	176	895	4 101	685	

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

Source : Banque de France

Réalisé le 16 septembre 2004
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9
Balance des paiements : compte financier

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)
<i>(en millions d'euros)</i>								
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 561	- 9 124	- 2 839	- 3 442	- 1 769	- 3 457	- 7 760	- 13 692
Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	- 4 643	- 4 786	- 4 381	- 6 600	- 30 285	- 31 390
Capital social	- 41 172	- 7 369	- 2 922	- 4 503	- 2 020	- 2 285	- 932	- 14 841
Bénéfices réinvestis	9 564	- 3 984	- 386	- 531	- 531	- 531	- 2 324	- 2 975
Autres opérations	- 20 918	- 39 398	- 1 335	248	- 1 830	- 3 784	- 27 029	- 13 574
Étrangers en France	51 965	41 627	1 804	1 344	2 612	3 143	22 525	17 698
Capital social	36 020	16 573	- 187	650	2 385	1 299	3 797	8 224
Bénéfices réinvestis	- 4 812	120	493	215	215	215	70	1 168
Autres opérations	20 757	24 934	1 498	479	12	1 629	18 658	8 306
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	- 20 166	- 9 256	- 8 235	- 7 840	10 048	- 26 548	42	- 63 470
Avoirs – Titres étrangers	- 92 502	- 130 670	- 15 612	- 17 056	- 4 759	- 32 827	- 91 924	- 128 890
Actions et titres d'OPCVM	- 18 191	- 26 498	- 2 946	5 046	- 18 733	- 3 912	- 20 064	- 26 560
Obligations et assimilés	- 60 036	- 78 018	- 8 428	- 10 410	- 473	- 16 674	- 51 550	- 76 040
Instruments du marché monétaire	- 14 275	- 26 154	- 4 238	- 11 692	14 447	- 12 241	- 20 310	- 26 290
Engagements – Titres français	72 336	121 414	7 377	9 216	14 807	6 279	91 966	65 420
Actions et titres d'OPCVM	- 4 830	14 292	- 2 917	- 1 795	5 540	1 386	7 615	5 724
Obligations et assimilés	76 279	102 573	4 169	8 634	10 196	- 600	80 177	36 827
dont : OAT	19 168	22 967	- 3 117	2 529	5 712	2 740	20 184	17 820
BTAN	6 830	7 288	1 983	3 171	3 749	- 5 928	3 962	7 739
Instruments du marché monétaire	887	4 549	6 125	2 377	- 929	5 493	4 174	22 869
dont : BTF	11 509	10 228	1 248	- 131	- 439	- 1 078	7 136	2 540
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	37 507	40 483	114	5 569	9 022	- 4 266	31 282	28 099
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	5 507	- 6 068	354	401	- 787	302	- 4 306	3 999
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 9 584	24 220	14 265	5 714	1 595	16 675	22 573	58 611
Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 31 776	- 603	15 568	5 310	- 30 623	- 48 404
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 975	- 597	- 630	- 702	- 677	- 350	2 289	- 4 208
Prêts	- 34 223	- 17 420	- 31 146	99	16 245	5 660	- 32 885	- 44 194
Banque de France	- 4 327	746	- 8 532	2 916	- 2 505	3 608	8 935	13 587
Administrations publiques	1 007	- 2 349	2 087	361	- 1 052	1 298	- 219	2 851
Institutions financières monétaires (d)	- 32 689	- 5 980	- 25 744	- 3 011	18 291	- 4 464	- 32 183	- 65 067
Autres secteurs (e)	1 786	- 9 837	1 043	- 167	1 511	5 218	- 9 418	4 435
Autres avoirs	- 29	- 33	0	0	0	0	- 27	- 2
Engagements	25 643	42 270	46 041	6 317	- 13 973	11 365	53 196	107 015
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 078	- 2 996	275	396	349	354	- 2 131	2 142
Prêts	27 721	45 266	45 766	5 921	- 14 322	11 011	55 327	104 873
Banque de France	- 1 291	1 813	713	- 1 524	807	694	519	- 1 099
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 1 291	1 813	713	- 1 524	807	694	519	- 1 099
Administrations publiques	165	- 502	9	223	754	279	- 1 061	- 1 540
Institutions financières monétaires (d)	29 570	37 051	50 035	9 676	- 18 908	10 853	48 899	105 288
Autres secteurs (e)	- 723	6 904	- 4 991	- 2 454	3 025	- 815	6 970	2 224

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

(d) Hors Banque de France – cf. répartition long terme/court terme dans le tableau complémentaire ci-après

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

Source : Banque de France

Réalisé le 16 septembre 2004

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

Tableau 9 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)	(en millions d'euros)
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	- 1 469	1 121	- 1 394	- 2 694	- 1 177	- 3 464	
Or	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 91	- 69	- 1	- 12	- 1	- 1	- 36	- 31	
Position de réserve au FMI	- 603	- 1 087	- 5	- 152	110	61	- 1 493	153	
Devises étrangères	4 895	- 1 015	- 1 463	1 285	- 1 503	- 2 754	352	- 3 586	
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0	
Compte financier	- 20 603	- 2 399	2 076	- 4 046	7 693	- 15 722	9 372	- 18 016	

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

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Avril 2004 (c)	Mai 2004 (c)	Juin 2004 (c)	Juillet 2004 (c)	7 mois 2003 (b)	7 mois 2004 (c)	(en millions d'euros)
Total	- 3 119	31 071	24 291	6 665	- 617	6 389	16 716	40 221	
Avoirs	- 32 689	- 5 980	- 25 744	- 3 011	18 291	- 4 464	- 32 183	- 65 067	
Long terme	- 11 958	- 25 611	- 1 324	434	- 2 284	- 1 814	- 19 494	- 7 618	
Euros	- 9 598	- 17 979	- 41	- 209	- 293	- 2 189	- 15 060	- 4 309	
Devises	- 2 360	- 7 632	- 1 283	643	- 1 991	375	- 4 434	- 3 309	
Court terme	- 20 731	19 631	- 24 420	- 3 445	20 575	- 2 650	- 12 689	- 57 449	
Euros	- 33 626	25 970	- 25 475	- 234	10 481	- 4 071	- 9 388	- 44 444	
Devises	12 895	- 6 339	1 055	- 3 211	10 094	1 421	- 3 301	- 13 005	
Engagements	29 570	37 051	50 035	9 676	- 18 908	10 853	48 899	105 288	
Long terme	23 725	38 976	2 831	6 596	4 282	- 2 915	22 394	13 539	
Euros	14 690	13 681	827	3 778	2 846	- 696	9 136	4 982	
Devises	9 035	25 295	2 004	2 818	1 436	- 2 219	13 258	8 557	
Court terme	5 845	- 1 925	47 204	3 080	- 23 190	13 768	26 505	91 749	
Euros	29 323	- 1 694	29 702	7 440	- 27 849	11 362	30 168	46 583	
Devises	- 23 478	- 231	17 502	- 4 360	4 659	2 406	- 3 663	45 166	

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

Source : Banque de France

Réalisé le 16 septembre 2004
Direction de la Balance des paiements – ADMININFO – Tél. 01 42 92 51 85

Méthodologie (tableaux 10 à 25)

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

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juillet 2004
ACTIF						
Territoire national	33,4	20,4	19,7	19,2	16,4	23,5
Crédits	30,7	17,7	17,0	14,2	11,5	18,1
IFM	29,0	16,4	16,1	13,4	11,1	17,6
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	5,0	4,9	5,4
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	2,7	5,0	4,9	5,4
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	25,3	32,5	19,2
Reste du monde	34,5	29,7	20,5	18,8	18,3	20,6
Avoirs en or	28,5	30,6	31,8	30,5	32,1	31,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	18,2	19,1	48,4	51,0	59,6	69,2
TOTAL	128,9	129,1	154,2	144,9	158,9	164,0

(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

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juillet 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	30,9	32,8	36,2	26,5	28,8	28,4
IFM	28,1	29,5	34,6	25,7	27,8	27,8
Administration centrale	2,0	2,5	0,8	0,1	0,3	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	1,1	3,7	1,8	2,6	3,8	3,2
Non ventilés par zones géographiques	97,0	92,6	116,6	115,8	126,3	132,4
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,2	34,6	74,2	76,1	85,0	90,5
<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	34,9	35,5	35,7
Autres	9,6	15,6	4,0	4,8	5,8	6,2
TOTAL	128,9	129,1	154,2	144,9	158,9	164,0

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 11

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

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juillet 2004
	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
ACTIF						
Territoire national	2 560,6	2 753,7	2 875,2	3 003,0	2 999,4	3 129,3
Crédits	2 003,3	2 127,7	2 209,0	2 263,1	2 265,7	2 336,3
IFM	837,2	906,3	951,7	976,0	947,8	966,8
APU	120,8	118,3	126,8	125,1	142,0	143,4
Secteur privé	1 045,3	1 103,2	1 130,5	1 162,0	1 175,9	1 226,0
<i>Titres autres que des actions</i>	368,9	407,0	416,4	445,9	431,2	456,7
IFM < 2 ans	73,5	96,6	116,2	140,7	129,8	147,4
> 2 ans	63,3	54,2	52,1	48,5	49,8	51,1
APU	147,2	151,3	152,4	156,2	157,5	164,3
Secteur privé	84,9	104,9	95,7	100,6	94,2	93,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	22,1	35,5	58,4	64,3	63,7	74,2
<i>Actions et autres participations</i>	166,3	183,5	191,4	229,6	238,8	262,2
Autres États de la zone euro	313,5	349,4	408,6	463,0	465,9	535,3
Reste du monde	467,9	507,0	513,3	536,6	502,8	617,4
Non ventilés par zones géographiques	394,6	440,2	364,6	358,3	379,1	440,3
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 361,0	4 347,1	4 722,3
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juillet 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 754,8	1 838,8	1 920,9	2 037,6	2 047,7	2 105,4
IFM	847,4	868,0	927,0	964,7	933,2	963,5
Administration centrale	5,6	4,4	11,7	24,2	39,0	37,1
Autres secteurs	901,7	966,4	982,2	1 048,7	1 075,5	1 104,8
Dépôts à vue	264,9	300,3	290,9	321,8	344,1	350,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,2	63,6	60,4	53,8	49,6	46,1
> 2 ans	279,8	277,5	283,3	290,2	299,3	297,7
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	274,3	294,3	319,9	343,9	351,8	363,7
Pensions	26,5	30,7	27,7	39,0	30,7	46,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	161,4	173,7	195,4	216,1	201,8	233,0
IFM	139,0	149,4	170,8	183,3	173,6	196,8
Autres secteurs	22,4	24,2	24,5	32,8	28,2	36,2
Dépôts – Reste du monde	410,5	450,3	437,3	453,5	429,9	518,6
Non ventilés par zones géographiques	1 410,0	1 587,7	1 608,1	1 653,8	1 667,8	1 865,3
<i>Titres de créances émis</i> ≤ 2 ans	163,8	197,1	206,5	227,2	218,3	247,5
> 2 ans	338,3	357,0	354,9	368,2	375,2	399,5
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	213,3	258,6	303,8	335,6	327,8	364,0
Capital et réserves	249,3	270,5	284,1	286,7	294,9	310,6
Autres	445,1	504,5	458,8	436,1	451,6	543,7
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 361,0	4 347,1	4 722,3

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 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 12

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

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
	Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Total	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 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	36,0	0,0	0,0	36,0	4,4
2004 Janvier	32,4	0,0	0,0	32,4	- 5,2
Février	35,9	0,0	0,0	35,9	3,8
Mars	37,1	0,0	0,0	37,1	7,7
Avril	32,7	0,0	0,0	32,7	- 4,4
Mai	31,4	0,0	0,0	31,4	- 8,1
Juin	31,1	0,0	0,0	31,1	- 8,2
Juillet	31,5	0,0	0,0	31,5	- 7,5

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 15
Dépôts à vue

(encours de 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)	Encours	Total	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,8
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	Juillet	199,1	106,0	37,9	343,0	13,6	356,6	5,7
	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	3,7
	Octobre	197,5	104,8	37,7	340,0	13,7	353,7	6,4
	Novembre	197,4	110,2	33,7	341,3	13,5	354,8	4,2
	Décembre	202,4	120,0	39,2	361,7	19,2	380,9	6,7
		202,6	107,5	37,5	347,6	15,7	363,3	6,6
2004	Janvier	199,4	109,4	38,5	347,4	16,0	363,3	8,1
	Février	199,0	114,9	39,4	353,2	20,7	373,9	10,1
	Mars	204,7	112,9	35,3	352,8	19,6	372,4	8,0
	Avril	202,2	118,2	33,3	353,7	19,0	372,6	6,8
	Mai	206,2	120,0	33,3	359,5	19,8	379,3	7,2
	Juin	212,0	118,1	33,8	363,9	18,5	382,4	7,4

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004

DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 16
Comptes sur livret

(encours de 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		
								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	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	111,7	15,6	36,8	44,2	54,4	5,7	89,6	358,0	7,2
	Avril	111,8	15,7	37,1	44,5	54,6	5,7	91,4	360,8	6,7
	Mai	111,4	15,6	37,0	44,4	54,7	5,7	91,7	360,5	6,4
	Juin	110,8	15,7	36,9	44,3	54,7	5,7	92,5	360,6	6,1
	Juillet	111,0	15,8	37,2	44,5	54,8	5,8	94,8	363,7	5,8

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004

DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

		(encours de 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	39,5
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	- 4,1
2003	Juillet	22,4	25,2	0,5	48,1	5,7	53,8	- 13,4
	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	- 18,1
	Octobre	21,5	25,1	0,2	46,7	5,5	52,3	- 18,6
	Novembre	21,1	25,7	0,4	47,2	5,7	52,9	- 17,3
	Décembre	20,4	23,3	0,4	44,1	5,5	49,6	- 16,8
2004	Janvier	20,4	21,5	0,4	42,3	4,8	47,0	- 18,7
	Février	20,1	21,7	0,5	42,3	6,4	48,8	- 14,1
	Mars	19,9	21,5	0,4	41,8	3,7	45,5	- 21,3
	Avril	19,9	21,4	0,4	41,6	4,7	46,3	- 15,7
	Mai	19,5	22,2	0,4	42,0	5,0	47,0	- 13,9
	Juin	19,2	23,1	0,3	42,6	3,9	46,5	- 12,9
	Juillet	19,7	23,3	0,3	43,3	2,7	46,1	- 13,9

> 2 ans

		(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)								
		Ménages et assimilés	Sociétés	Administrations	Total	Autres	Total			
		PEL	PEP	Autres	non	agents	Encours	Taux de		
					financières	(c)	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	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	217,5	44,5	16,2	11,1	0,0	289,4	11,1	300,4	3,7
	Avril	217,4	44,1	16,4	11,8	0,0	289,8	11,1	300,9	3,9
	Mai	217,3	43,7	16,7	11,8	0,0	289,5	11,1	300,6	3,6
	Juin	216,8	43,2	16,5	11,3	0,1	287,9	10,6	298,4	2,8
	Juillet	216,7	42,9	16,2	11,4	0,0	287,1	10,6	297,7	2,5

(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 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 18
Crédits des institutions financières monétaires
 Répartition par réseaux distributeurs

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)							
		Métropole + Monaco				Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	Autres institutions financières monétaires (c)		
2000	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,6
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,1
2002	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,4
2003	Juillet	971,2	107,1	193,4	16,3	1 287,9	4,0
	Août	966,6	107,9	192,4	17,0	1 283,8	3,8
	Septembre	965,5	111,5	192,5	17,3	1 286,8	3,8
	Octobre	973,9	112,5	191,6	18,2	1 296,3	4,4
	Novembre	980,2	111,8	195,8	19,1	1 306,9	5,3
	Décembre	984,3	115,2	200,5	18,4	1 318,4	6,0
2004	Janvier	996,2	112,6	198,8	18,4	1 325,9	7,0
	Février	1 003,8	114,1	198,7	18,8	1 335,3	6,9
	Mars	1 000,5	120,1	198,9	16,7	1 336,3	5,1
	Avril	1 019,1	117,8	199,2	17,3	1 353,5	6,2
	Mai	1 022,2	119,3	200,0	16,7	1 358,3	6,9
	Juin	1 028,5	121,5	202,2	17,4	1 369,6	7,2
	Juillet	1 032,9	119,5	200,7	16,8	1 369,9	7,2

(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 sisées outre-mer

Répartition par secteurs bénéficiaires

(encours de 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		
2000	Décembre	1 045,7	9,6	122,1	0,3	1 167,8	8,6
2001	Décembre	1 103,5	6,1	119,2	- 3,0	1 222,8	5,1
2002	Décembre	1 130,8	4,1	127,4	7,0	1 258,2	4,4
2003	Juillet	1 162,4	3,5	125,6	9,7	1 287,9	4,0
	Août	1 157,3	3,1	126,4	10,6	1 283,8	3,8
	Septembre	1 159,8	3,4	127,0	7,6	1 286,8	3,8
	Octobre	1 168,1	3,7	128,1	11,1	1 296,3	4,4
	Novembre	1 176,4	4,8	130,5	9,8	1 306,9	5,3
	Décembre	1 176,2	5,3	142,2	12,5	1 318,4	6,0
2004	Janvier	1 190,6	6,4	135,4	12,3	1 325,9	7,0
	Février	1 197,5	6,3	137,9	12,9	1 335,3	6,9
	Mars	1 194,4	4,5	142,0	10,6	1 336,3	5,1
	Avril	1 214,6	5,5	138,9	13,3	1 353,5	6,2
	Mai	1 218,6	6,3	139,7	12,3	1 358,3	6,9
	Juin	1 224,2	6,4	145,5	14,6	1 369,6	7,2
	Juillet	1 226,3	6,5	143,6	14,3	1 369,9	7,2

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 19

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

Répartition par objets de financement

		(encours de 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	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	- 1,1
2004	Janvier	206,9	140,9	170,3	518,1	- 0,5
	Février	207,0	138,5	170,3	515,8	- 0,6
	Mars	207,6	138,3	170,7	516,6	- 1,5
	Avril	208,4	144,7	173,1	526,2	0,2
	Mai	208,5	143,1	173,2	524,8	0,9
	Juin	209,8	141,3	176,5	527,6	1,5
	Juillet	210,2	140,9	177,1	528,1	2,0

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

		(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)				
		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
		(a)			Encours (b)	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	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	8,1
	Mars	395,5	113,2	81,9	590,7	8,3
	Avril	398,3	113,8	82,2	594,4	8,3
	Mai	401,6	114,3	82,5	598,4	8,6
	Juin	408,2	115,7	82,5	606,4	9,4
	Juillet	414,9	116,0	82,9	613,8	9,6

(a) Ce montant n'inclut pas les crédits de trésorerie distribués aux entrepreneurs individuels.

(b) Ce montant n'inclut pas les crédits distribués aux institutions sans but lucratif au service des ménages.

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

Source : Banque de France

Réalisé le 31 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 21

Endettement des sociétés non financières sur les marchés

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		≤ 1 an	> 1 an	Total	Taux de croissance annuel
		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	Juillet	44,9	269,0	314,0	7,4
	Août	45,3	269,8	315,1	8,1
	Septembre	42,4	267,3	309,7	6,3
	Octobre	41,9	268,7	310,6	7,0
	Novembre	39,4	269,9	309,2	6,3
	Décembre	34,3	271,7	305,9	4,8
2004	Janvier	38,0	268,4	306,4	2,4
	Février	39,1	269,2	308,3	2,5
	Mars	41,1	263,2	304,3	- 1,8
	Avril	44,2	261,5	305,7	- 0,9
	Mai	47,5	264,6	312,1	- 0,3
	Juin	43,5	262,9	306,4	- 2,0
	Juillet	44,0	263,0	306,9	- 1,8

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 22

Endettement des administrations publiques sur les marchés

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		≤ 1 an	> 1 an	Total	Taux de croissance annuel
		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	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	741,2	849,4	8,8
	Mai	107,4	754,0	861,4	7,3
	Juin	106,7	772,6	879,3	7,5
	Juillet	104,6	761,3	865,9	7,0

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 23

Endettement intérieur total (EIT)

Répartition par agents

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4
2001	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8
2002	Décembre	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4
2003	Juillet	578,4	1 114,4	946,9	2 639,7
	Août	579,7	1 117,2	948,1	2 645,0
	Septembre	585,4	1 101,6	972,7	2 659,7
	Octobre	589,2	1 104,0	972,3	2 665,6
	Novembre	591,9	1 105,1	975,8	2 672,8
	Décembre	596,9	1 098,8	983,2	2 678,9
2004	Janvier	599,4	1 105,3	976,4	2 681,1
	Février	602,8	1 104,5	985,1	2 692,3
	Mars	607,2	1 105,6	1 005,8	2 718,6
	Avril	611,2	1 119,8	998,2	2 729,1
	Mai	615,0	1 126,8	1 010,9	2 752,7
	Juin	622,9	1 126,5	1 034,8	2 784,2
	Juillet	630,5	1 128,8	1 019,4	2 778,7

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 23 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

	Encours Juillet 2004	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Décembre 2002	Décembre 2003	Mai 2004	Juillet 2004
Endettement intérieur total	2778,7	5,4	6,3	5,5	5,5
Ménages et assimilés (a)	630,5	7,0	7,6	9,2	9,4
≤ 1 an	36,4	3,9	6,1	- 1,9	0,7
> 1 an	594,1	7,2	7,7	10,0	10,0
Sociétés non financières	1128,8	2,8	1,7	1,4	1,8
≤ 1 an	406,9	- 4,1	4,4	2,5	3,1
> 1 an	721,9	6,7	0,4	0,8	1,1
Administrations publiques	1019,4	7,6	11,0	8,0	7,5
≤ 1 an	136,1	40,8	25,8	12,5	- 1,1
> 1 an	883,4	2,9	8,4	7,3	8,9
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1336,4	5,0	4,1	6,0	6,3
Ménages et assimilés (a)	630,5	7,0	7,6	9,2	9,4
≤ 1 an	36,4	3,9	6,1	- 1,9	0,7
> 1 an	594,1	7,2	7,7	10,0	10,0
Sociétés non financières	560,4	3,0	- 1,0	1,1	1,6
≤ 1 an	141,1	- 7,3	13,3	- 1,7	- 0,2
> 1 an	419,3	6,4	- 5,0	2,0	2,2
Administrations publiques	145,6	5,2	10,3	13,2	12,9
≤ 1 an	23,4	57,9	67,0	56,5	- 2,5
> 1 an	122,1	- 0,6	0,3	2,3	16,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	261,5	4,9	4,3	6,5	6,9
Financements de marchés	1172,8	6,1	9,5	4,9	4,5
Sociétés non financières	306,9	0,8	4,8	- 2,0	- 1,8
≤ à 1 an	44,0	- 24,9	- 20,2	- 0,7	- 2,3
> à 1 an	263,0	7,0	9,1	- 2,2	- 1,7
Administrations publiques	865,9	8,4	11,4	7,5	7,0
≤ à 1 an	104,6	68,1	23,3	4,1	0,9
> à 1 an	761,3	3,5	9,8	8,0	7,9
Financement monétaire du Trésor public	8,0	1,2	8,2	- 17,8	- 17,5

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

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

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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 septembre 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 24
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts à terme > 2 ans (a)
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	Juillet	3,00	3,04	1,78	3,54
	Août	2,25	2,51	1,92	3,07
	Septembre	2,25	2,59	1,87	3,22
	Octobre	2,25	2,59	2,10	3,06
	Novembre	2,25	2,53	2,01	2,98
	Décembre	2,25	2,51	2,15	2,79
2004	Janvier	2,25	2,55	2,17	2,89
	Février	2,25	2,62	1,88	2,84
	Mars	2,25	2,56	2,11	3,04
	Avril	2,25	2,58	2,16	2,85
	Mai	2,25	2,57	2,00	2,67
	Juin	2,25	2,55	1,94	2,76
	Juillet	2,25	2,58	2,19	2,87

(a) Taux de rendement apparent calculé sur les encours

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 30 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

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	Juillet	9,88	4,14	3,51	2,86
	Août	9,87	4,03	3,25	3,00
	Septembre	9,77	4,08	3,39	3,03
	Octobre	9,77	4,17	3,67	2,80
	Novembre	9,77	4,19	3,61	2,89
	Décembre	9,77	4,23	3,60	2,88
2004	Janvier	10,52	4,17	3,57	2,76
	Février	10,19	4,27	3,39	2,25
	Mars	9,90	4,19	3,02	2,13
	Avril	9,88	4,13	3,06	2,43
	Mai	9,88	3,90	3,06	2,46
	Juin	9,69	3,95	3,37	2,97
	Juillet	9,77	3,98	3,68	2,99

NB : Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux. 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 30 août 2004
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2004	Taux effectif pratiqué au 2 ^e trimestre 2004	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} juillet 2004	(en %)
Crédits aux particuliers				
<i>Crédits immobiliers</i>				
Prêts à taux fixe	6,83	5,00	6,67	
Prêts à taux variable	5,99	4,41	5,88	
Prêts relais	7,07	5,04	6,72	
<i>Crédits de trésorerie</i>				
Prêts d'un montant ≤ 1 524 euros	20,96	15,55	20,73	
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 1 524 euros	16,57	12,48	16,64	
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	9,68	6,80	9,07	
<i>Crédits aux commerçants, artisans, entrepreneurs individuels et personnes morales n'ayant pas d'activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale</i>				
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	8,52	6,30	8,40	
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,35	4,50	6,00	
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	6,57	4,81	6,41	
Découverts en compte (a)	11,05	8,05	10,73	
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	8,49	5,80	7,73	
<i>Crédits aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale</i>				
Découverts en compte (a)	11,05	8,05	10,73	

NB : Informations publiées au Journal officiel du 26 juin 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 28 juin 2004
 Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 29 16

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
OATI 3 % Juillet 2009 personnes physiques													
Valeur nominale								3	2				5
Prix d'émission							118,86	119,44					
Émission brute							3	2					5
OATI 1,6 % Juillet 2011													
Valeur nominale							3 404	862					4 266
Prix d'émission							98,59	99,26					
Émission brute							3 356	855					4 211
OATI 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		3 370	4 254				17 766
Prix d'émission			98,68			98,09		96,76	97				
Émission brute			6 533			3 454		3 261	4 139				17 387
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques													
Valeur nominale		70	53	40	36	39	34						272
Prix d'émission		100,70	102,02	100,11	98,79	99	101						
Émission brute		70	54	40	36	39	34						273
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
OATE 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
OATE 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale		225			639								864
Prix d'émission		122,88			119								
Émission brute		276			763								1 039
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	3 063												3 063
Prix d'émission	111,94												
Émission brute	3 429												3 429
OATE 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		2 889								6 588
Prix d'émission			99,54		95,35								
Émission brute			3 682		2 755								6 437
TOTAL													
Valeur nominale	10 595	8 583	8 608	5 809	7 794	9 699	5 797	36					56 921
Émissions brutes	10 841	8 576	8 675	5 948	7 790	9 408	5 799	36					57 073
Amortissements	0	8 381	0	16 434	0	0	0	0					24 815
Émissions nettes	10 841	195	8 675	- 10 486	7 790	9 408	5 799	36					32 258
TOTAL CUMULÉ 2004													
Valeur nominale	10 595	19 178	27 786	33 595	41 389	51 088	56 885	56 921					
Émissions brutes	10 841	19 417	28 092	34 040	41 830	51 238	57 037	57 073					
Amortissements	0	8 381	8 381	24 815	24 815	24 815	24 815	24 815					
Émissions nettes	10 841	11 036	19 711	9 225	17 015	26 423	32 222	32 258					
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 8 septembre 2004
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28

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

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)				
				Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuel	Date d'amortissement	Date de règlement
Marché parisien								
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	1	95	2,58	119,44	3,000	1,02	25.07.2009	25.08.2004
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques	2	95	33,98	100,53	4,000	3,93	25.04.2014	25.08.2004
CYBERPRESS PUB. 5 % 08/04 OCEANES	3	28	2,00	100,00	5,000	5,00	26.08.2008	26.08.2004
DMA Euribor Août 2004 OF EMTN	4	49	25,00	100,00	Euribor		09.08.2006	09.08.2004
GROUPE OPEN TV Août 04 OBSAR	5	28	11,33	100,00	Euribor		04.08.2009	04.08.2004
ACCOR TV Août 2004 ORA	6	28	278,61	100,00	Euribor		06.08.2005	06.08.2004
3CIF TV Août 2004	7	49	49,94	99,88	Eonia		17.08.2007	17.08.2004
CFF 3,625 % Juin 2003 OF EMTN	8	49	202,69	101,34	3,625		28.01.2008	20.08.2004
EDF Août 2004 EONIA	9	23	75,00	100,00	Eonia		27.08.2007	27.08.2004
TOTAL			731,07					
<i>(Pour mémoire coupon couru)</i>								
			4,07					

(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 8 septembre 2004
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

*Tableau 28 (suite)***Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en août 2004) (suite)**

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02746 par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2005 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424).
- 2 **OAT 4 % avril 2014 destinées aux personnes physiques.** **Assimilation** le 25 avril 2005 à « l'OAT 4 % Avril 2014 » (ISIN FR0010061242). Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 avril 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02664 par obligation.
- 3 **Obligations à option de conversion et ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (Océanes)** : les porteurs pourront, à tout moment, demander la conversion et/ou l'échange des obligations à compter du 26 août 2004 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement, à raison d'une action Cyberpress pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation à tout moment afin que le taux de rendement actuel brut effectif à la date de remboursement soit égale à 5 %. **Amortissement résiduel** : la société pourra rembourser, à tout moment, la totalité des obligations restant en circulation, si leur nombre est inférieur à 10 % du nombre des obligations émises.
- 4 **Obligations foncières. Intérêt** : Euribor 3 mois moins 0,07 %, payable trimestriellement les 9 novembre, février, mai et août de chaque année.
- 5 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar)** : à chaque obligation est rattachée une action nouvelle Groupe Open au prix de 14 euros. Amortissement normal en deux annuités égales le 4 août 2008 et le 4 août 2009. Les **intérêts** sont trimestriels, calculés sur l'euroibor 3 mois et seront payés les 4 novembre, février, mai et août. **Remboursement anticipé** au gré de l'émetteur (AGE) de la totalité des titres restant en circulation à compter du 4 août 2004 jusqu'au 4 août 2009.
- 6 **Obligations remboursables en actions (ORA)** : les obligations seront remboursables le 6 août 2005 par la remise d'une action Accor pour une obligation. Le coupon, payable à terme échu tous les deux mois, soit les 6 octobre, décembre, février, avril, juin et août sera calculé sur l'Euribor 2 mois augmenté d'une marge de 40 points de base par an. **Amortissement anticipé** au gré de l'émetteur (AGE) : à compter du 23 juillet 2005, si la cession des actions Club Méditerranée par les sociétés du groupe Agnelli n'est pas réalisée, la société remboursera en numéraire la totalité des obligations.
- 7 **Obligations foncières. Intérêt** : Eonia payable annuellement le 17 août de chaque année.
- 8 **Obligations foncières** émises dans le cadre du programme *Euro medium term notes*. **Assimilation** immédiate à l'emprunt « C.F.F. 3,625 % Janvier 2003 » (ISIN FR0000471922).
- 9 **Intérêt** : 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		
	Juillet	7 mois	Année	Juillet	7 mois	Année	Juin	Juillet	7 mois	Juin	Juillet	7 mois
Émissions en euros	25,8	190,3	266,8	- 4,9	83,9	112,4	27,8	22,7	166,9	16,0	- 7,2	35,6
Administrations publiques	12,8	98,8	135,8	- 9,6	50,4	65,0	18,3	11,0	101,0	18,3	- 11,0	41,0
Dont : <i>État</i>	12,7	88,6	120,2	- 9,5	40,6	50,1	15,3	10,9	97,7	15,3	- 6,7	42,5
Institutions financières monétaires	8,6	51,4	76,9	5,0	14,5	26,1	7,2	7,1	46,6	- 1,7	2,2	6,9
Institutions financières non monétaires	0,0	2,0	2,8	- 0,2	1,0	0,7	0,4	0,4	1,3	0,1	- 0,1	- 1,3
Sociétés non financières	4,4	38,1	51,3	- 0,2	18,0	20,5	1,9	4,2	18,0	- 0,7	1,7	- 11,0
Émissions en devises	2,8	18,6	29,6	0,5	4,9	11,0	1,3	1,4	18,0	- 1,5	0,5	7,3
Administrations publiques	0,0	0,0	0,5	0,0	- 0,5	- 0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	- 0,1
Institutions financières monétaires	1,8	14,2	22,8	0,4	4,3	8,6	1,3	1,3	13,6	- 0,7	0,8	5,1
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	1,0	4,3	6,3	0,2	1,0	2,6	0,0	0,1	4,1	- 0,7	- 0,3	2,4

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

Tableau 30

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

Tous marchés

	(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)					
	2001 Décembre	2002 Décembre	2003 Décembre	2004		
				Mai	Juin	Juillet
Titres en euros	1 158,1	1 204,9	1 316,4	1 342,9	1 359,2	1 350,5
Administrations publiques	630,6	655,0	718,8	752,0	770,6	759,6
Dont : <i>État</i>	600,4	627,9	676,9	710,3	725,9	719,2
Institutions financières monétaires	301,7	306,0	332,6	339,2	337,5	339,8
Institutions financières non monétaires	29,6	31,1	31,8	30,5	30,6	30,5
Sociétés non financières	196,2	212,8	233,2	221,2	220,5	220,6
Titres en devises	123,8	108,0	104,6	116,8	115,4	116,6
Par secteurs émetteurs :						
Administrations publiques	4,6	2,5	2,1	2,0	2,0	2,0
Institutions financières monétaires	74,7	64,2	63,7	71,1	70,4	71,6
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	43,2	42,4	42,4

Source : Banque de France

Réalisé le 8 septembre 2004
DBDP – SERIB – 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										
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	175,6	68,9	47,6	26,2	0,1	5,3	13,3	0,0	0,9	337,9
Avril	181,1	70,1	47,0	28,2	0,1	5,3	15,1	0,0	1,0	347,9
Mai	176,6	73,4	47,0	26,6	0,2	5,3	16,1	0,1	1,0	346,3
Juin	175,7	70,7	46,8	27,0	0,3	5,3	16,8	0,1	1,0	343,7
Juillet	183,1	65,2	46,7	26,3	3,4	5,4	16,9	0,1	1,0	348,1
Août	168,3	63,5	46,7	23,9	4,0	5,4	12,7	0,2	0,9	325,6

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 3 septembre 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)	Mars 2004 (p)
Encours des non-résidents (a)						
1. Actions cotées (b)						
Source : Enquête-titres	279,3	245,6	260,8	274,7	305,7	312,8
Source : Position extérieure	327,1	284,0	334,3	346,7	401,6	412,8
2. Dette publique négociable						
Source : Position extérieure	317,2	337,8	361,0	357,7	358,3	379,5
2.1. Obligations d'État						
Source : Enquête-titres	181,8	200,6	204,1	214,5	205,3	217,4
Source : Position extérieure	173,8	186,4	196,3	200,2	197,2	210,6
2.2. Bons du Trésor (c)						
Source : Position extérieure	143,4	151,4	164,7	157,5	161,1	168,8
3. Autres obligations (hors État)						
Source : Enquête-titres (e)	88,5	86,9	86,9	86,1	100,1	114,5
Source : Position extérieure	204,3	207,7	218,8	224,7	222,0	220,3
Part des non-résidents (d)						
1. Actions cotées						
Source : Enquête-titres	35,9	35,2	32,9	34,2	34,5	34,6
Source : Position extérieure	37,8	37,8	37,7	38,9	40,5	40,2
2. Dette publique négociable						
Source : Position extérieure	40,7	41,1	42,4	41,5	42,4	42,8
2.1. Obligations d'État						
Source : Enquête-titres	38,6	41,1	41,6	42,4	41,4	42,5
Source : Position extérieure	32,5	33,0	34,5	34,1	35,0	35,1
2.2. Bons du Trésor						
Source : Position extérieure	58,9	59,0	58,3	57,4	57,4	59,1
3. Autres obligations (hors État)						
Source : Enquête-titres (e)	23,2	22,2	23,9	22,7	25,5	28,3
Source : Position extérieure	39,3	40,2	41,6	42,7	42,0	44,5
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	65,3
2. Dette publique négociable	51,7	53,6	55,4	55,9	54,4	56,4
3. Autres obligations (hors État)	34,5	33,7	34,2	34,1	34,1	31,5

- (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).
- (e) Chiffres révisés sur la période décembre 2002-décembre 2003.
- (p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 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	BTAN
		2 ans	5 ans	2 ans	5 ans	5 ans
2001	Juillet	9 534	936	2 209	227	7
	Août	13 830	690	1 793	659	368
	Septembre	7 920	3 895	487	81	
	Octobre	10 348	2 278	1 117	661	149
	Novembre	11 733		3 641	734	318
	Décembre	7 505	702	1 049	221	577
2002	Janvier	13 058	2 120	3 150	316	
	Février	12 443	2 084	1 910	148	20
	Mars	11 549	1 995	3 005	431	582
	Avril	16 354		507		
	Mai	12 041		5 401	707	45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262	54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696	589
	Août	13 304		167		
	Septembre	16 699	5 001	684	686	
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444	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	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415
	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
	Mai	17 845	2 929	2 291	298	6
	Juin	21 252		5 138	379	44
	Juillet	17 367	1 455	3 026	33	780

Source : Banque de France

Réalisé le 27 août 2004
 Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34
Titres d'OPCVM
 Encours

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juin 2004	Juillet 2004	(encours en milliards d'euros)
Sicav	328,0	311,6	275,1	287,1	271,4	246,3	259,8	
Monétaires	121,4	131,2	139,8	152,0	131,9	127,0	134,8	
Obligations	57,3	54,3	47,7	45,6	43,6	35,4	39,6	
Actions	105,0	87,0	59,8	62,0	67,3	60,1	61,3	
Diversifiées	43,5	38,7	27,4	27,1	28,2	23,8	24,1	
Garanties	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	
FCP	414,7	449,1	477,4	531,1	572,4	648,4	658,0	
Monétaires	81,3	102,5	124,6	139,8	148,8	175,1	178,7	
Obligations	69,6	80,7	95,1	110,4	114,3	129,4	135,4	
Actions	76,6	76,9	62,2	71,0	81,4	102,8	102,1	
Diversifiés	154,1	151,8	149,2	156,9	170,1	184,4	189,3	
Garantis	33,1	37,2	46,3	53,0	57,8	56,7	52,5	
OPCVM	742,7	760,7	752,5	818,2	843,8	894,7	917,8	
Monétaires	202,7	233,7	264,4	291,8	280,7	302,0	313,5	
Obligations	126,9	135,0	142,8	156,0	157,9	164,9	175,0	
Actions	181,6	163,9	122,0	133,0	148,7	162,9	163,4	
Diversifiés	197,6	190,5	176,6	184,0	198,3	208,2	213,4	
Garantis	33,9	37,6	46,7	53,4	58,2	56,8	52,5	

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 août 2004
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Juillet 2003	Décembre 2003	Juin 2004	Juillet 2004	(en %)
OPCVM monétaires	3,9	4,3	3,2	2,8	2,3	1,9	1,9	
OPCVM obligataires	4,9	4,9	7,2	8,0	4,1	1,8	3,1	
OPCVM actions	- 3,4	- 19,2	- 31,7	- 5,6	14,8	18,6	11,6	
OPCVM diversifiés	- 0,3	- 6,6	- 14,1	1,0	7,8	7,4	5,3	
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 août 2004
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 35
Systèmes de paiement de montant élevé en euros
 Ensemble des systèmes

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin
Target	1 033	1 299	1 552	1 650	1 796	1 742	1 751	88
Transfrontière	432	506	485	537	592	553	572	29
Domestique	601	793	1 066	1 114	1 204	1 189	1 179	59
Systèmes nets	445	456	269	252	267	248	246	12
PNS	86	88	78	71	83	75	70	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	181	170	173	9
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	2 063	1 990	1 997	100

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin
Target	188 157	211 282	253 016	262 263	287 575	262 772	272 479	59
Transfrontière	39 878	45 273	53 858	59 825	71 672	64 769	67 875	15
Domestique	148 279	166 009	199 158	201 503	215 903	198 003	204 604	44
Systèmes nets	173 704	200 604	174 147	191 419	201 755	183 248	192 074	41
PNS	21 759	31 512	29 686	28 764	30 079	25 704	28 449	6
EAF	51 041	50 991	—	—	—	—	—	—
SEPI	3 837	5 375	6 965	6 991	5 829	5 021	4 292	1
POPS	nd	nd	2 592	2 401	2 274	2 754	3 680	0,8
Euro 1 (ABE)	97 067	112 727	134 905	152 350	163 573	149 769	155 653	34
Total	361 861	411 886	427 163	453 682	489 330	446 020	464 553	100

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 quinze systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

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

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 9 août 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

France

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)								
	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin	Part
Target	267	345	356	378	428	401	439	86	
Transfrontière (en émission)	60	75	69	75	85	77	86	17	
(Transfrontière en réception)	62	(75)	(69)	(76)	(86)	(77)	(87)	(17)	
Domestique (TBF)	207	270	287	302	343	324	353	69	
PNS	86	88	78	71	83	75	70	14	
Total	353	433	435	449	511	476	509	100	

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin	Part
Target	11 903	14 966	14 958	15 155	16 633	15 092	16 485	37	
Transfrontière (en émission)	4 515	5 309	6 471	6 802	7 841	7 264	7 809	17	
(Transfrontière en réception)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(8 391)	(7 558)	(8 088)	(18)	
Domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	8 792	7 828	8 676	19	
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	30 079	25 704	28 449	63	
Total	33 532	46 478	44 644	43 918	46 712	40 796	44 934	100	

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)								
	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin	Part
Titres français négociables	10,6	12,0	10,7	10,8	12,8	9,7	12,1	40,7	
Créances privées (PGI-TRICP)	13,3	10,9	8,4	7,0	5,1	6,6	5,9	19,9	
Titres mobilisés par le CCBM	3,3	2,2	2,2	4,2	6,7	6,9	7,2	24,2	
Titres mobilisés par les liens	2,2	1,9	3,5	3,3	4,1	5,3	4,5	15,2	
Total	31,9	27,3	24,8	25,3	28,7	28,5	29,7	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 quinze 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 9 août 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	Avril	Mai	Juin	Part
France	353	433	435	449	511	476	509	25,5	
Target transfrontière	60	75	69	75	85	77	86	4,3	
Target domestique (TBF)	207	270	287	302	343	324	353	17,7	
PNS	86	88	78	71	83	75	70	3,5	
Allemagne	368	457	489	504	520	479	490	24,5	
Target transfrontière	111	131	129	141	151	144	147	7,4	
Target domestique									
(ELS puis RTGS+)	94	164	360	364	369	335	343	17,2	
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—	
Espagne	136	209	250	276	299	357	304	15,2	
Target transfrontière	16	20	18	20	24	24	23	1,2	
Target domestique (SLBE)	118	188	231	255	274	332	280	14,0	
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,1	
Italie	109	107	99	97	115	109	112	5,6	
Target transfrontière	37	39	34	33	32	32	35	1,8	
Target domestique (BI-REL)	72	67	64	64	83	77	77	3,9	
Royaume-Uni	95	118	111	122	129	121	127	6,4	
Target transfrontière	75	91	85	93	103	98	102	5,1	
Target domestique (Chaps Euro) (a)	20	27	26	29	26	23	25	1,3	
Autres	416	432	437	451	489	447	454	22,7	
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	2 063	1 989	1 996	100,0	

Nombre d'opérations

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

	2000	2001	2002	2003	2004	Avril	Mai	Juin	Part
France	33 532	46 478	44 644	43 918	46 712	40 796	44 934	9,7	
Target transfrontière	4 515	5 309	6 471	6 802	7 841	7 264	7 809	1,7	
Target domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	8 792	7 828	8 676	1,9	
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	30 079	25 704	28 449	6,1	
Allemagne	135 329	158 866	125 070	128 670	140 919	127 544	133 013	28,6	
Target transfrontière	14 433	14 715	16 852	18 035	21 055	18 922	20 016	4,3	
Target domestique									
(ELS puis RTGS+)	69 962	93 160	108 218	110 635	119 864	108 622	112 997	24,3	
EAF	50 933	50 991	—	—	—	—	—	—	
Espagne	13 243	15 780	19 065	20 114	20 294	19 183	19 000	4,1	
Target transfrontière	1 080	1 230	1 731	2 340	2 866	2 700	2 818	0,6	
Target domestique (SLBE)	8 329	9 175	10 369	10 784	11 599	11 462	11 890	2,6	
SEPI	3 833	5 375	6 965	6 991	5 829	5 021	4 292	0,9	
Italie	40 787	40 208	37 696	36 985	37 721	35 918	35 743	7,7	
Target transfrontière	4 572	5 334	6 173	6 746	8 069	7 638	7 358	1,6	
Target domestique (BI-REL)	36 214	34 874	31 523	30 239	29 652	28 280	28 385	6,1	
Royaume-Uni	7 851	10 156	14 370	16 834	20 150	17 723	19 100	4,1	
Target transfrontière	4 902	6 503	9 555	11 392	14 569	12 601	13 704	2,9	
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 949	3 653	4 815	5 442	5 581	5 122	5 396	1,2	
Autres	131 120	140 399	186 317	205 313	223 533	204 856	212 763	45,8	
Total	361 861	411 886	427 163	451 834	489 329	446 020	464 553	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 quinze 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 9 août 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Bulletin officiel de la Banque de France

n° 68-69 (août-septembre, paru en septembre 2004)

Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur internet (www.banque-france.fr/textes/main.htm). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris¹) 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

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

- en juin 2004
- au deuxième trimestre 2004

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

- en juin 2004

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement

- au deuxième trimestre 2004

Commission bancaire

Décisions juridictionnelles publiées au cours du premier semestre 2004

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

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées

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

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

NB : Le présent sommaire complète l'information diffusée dans le *Bulletin* d'août.

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, fournie gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.



LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES – BILAN 2003 –

Pour contribuer à une meilleure connaissance de la situation des entreprises industrielles et notamment leur santé financière, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France publie son étude annuelle, effectuée à partir des documents comptables (bilans, comptes de résultats) et renseignements complémentaires de près de 11 200 firmes adhérant à la Centrale de bilans, qui ont clôturé leur exercice en 2003.

Le résumé figurant dans le présent *Bulletin de la Banque de France* est réalisé à partir de l'étude globale qui procède à un examen complet, sur les deux derniers exercices comptables, du comportement des sociétés industrielles (activité, effectifs, résultats d'exploitation et globaux, investissements, financement, structure financière).

Cette étude contient de nombreuses données chiffrées, des graphiques (en couleur) sur longue période, ainsi que des indicateurs sur l'évolution des principaux secteurs économiques : industries agroalimentaires, biens de consommation courante, industrie automobile, biens d'équipement et biens intermédiaires.

Aussi, pour en savoir davantage sur l'évolution de l'industrie manufacturière de notre pays, vous pouvez dès à présent commander cette étude sur « *La situation des entreprises industrielles – bilan 2003* » en retournant à la Banque de France le formulaire ci-dessous.

BON DE COMMANDE

Nom ou raison sociale à adresser à :
.....
Activité Code NAF BANQUE DE FRANCE
Adresse Relations avec le public
.....
.....
N° SIRET 07-1050
Nombre d'exemplaires de 48, rue Croix des Petits Champs
« *La situation des entreprises industrielles – bilan 2003* »
commandés à EUR 38 TTC l'unité
75049 PARIS CEDEX 01
Tél. : 01 42 92 39 08

Ci-joint règlement de EUR.....
à l'ordre de « Banque de France-Publications »
par chèque bancaire
par chèque postal

Je vous prie de joindre à votre envoi :
 une facture
 le catalogue des publications de la Banque de France

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

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

Composantes

Actualité

1. La situation économique de la France

- 1.1. L'économie réelle
- 1.2. L'évolution des prix
- 1.3. La compétitivité
- 1.4. Le commerce extérieur
- 1.5. La balance des paiements

2. La monnaie, les placements et les financements

- 2.1. La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro
- 2.2. Le financement de l'économie française
- 2.3. Les placements intermédiaires

3. Les marchés de capitaux

- 3.1. Les marchés de change et de matières premières
- 3.2. Les marchés de taux d'intérêt
- 3.3. Les marchés boursiers

Études

Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?

L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis

La situation des entreprises industrielles françaises – bilan 2003

Résumé d'étude

Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004

Unités concernées	Postes
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 21
Dir. des Relations internationales et européennes – SRE	31 16
Dir. des Entreprises Observatoire des entreprises	29 68
Dir. des Études et Statistiques monétaires – SESOF	56 96

Rédacteur en chef :

Jean-Yves GREUET
Chef du service
des Publications économiques
de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Imprimerie Navis
8, impasse Mathieu – 75015 PARIS

Dépôt légal : Septembre 2004