

N ° 136

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

AVRIL 2005



Sommaire

	Page
Éditorial	
Efficacité de la politique monétaire et canaux de transmission	
Actualité	
1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	11
3. Les marchés de capitaux	19
Études	
Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro	29
L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro	41
Le coût du crédit aux entreprises	59
Résumés d'études	
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004	63
Statistiques	65
Divers	
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 76 d'avril 2005	

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

Achevé de rédiger le 19 février 2005

Site internet : www.banque-france.fr

Efficacité de la politique monétaire et canaux de transmission

Ce *Bulletin* présente notamment une étude montrant que le passage à l'euro a contribué à accélérer et homogénéiser l'impact des décisions monétaires sur les taux bancaires au sein de la zone, en particulier en France, même si des progrès en la matière peuvent encore être recherchés.

Les canaux de transmission de la politique monétaire — à savoir les mécanismes par lesquels une décision de politique monétaire, en affectant le comportement des agents économiques, agit sur la croissance et les prix — sont des processus complexes. Les effets des variations de taux d'intérêt sur les variables macroéconomiques ne sont pas systématiques mais dépendent de l'état de l'économie et des anticipations des agents. Par ailleurs, ils ne s'exercent qu'avec des délais assez longs, généralement évalués entre quatre et six trimestres.

Les différentes études disponibles, dont l'important travail réalisé par les banques centrales de l'Eurosystème en 2001, ont montré que, dans la zone euro, les réponses aux impulsions de politique monétaire, avec pourtant des profils relativement proches de ceux observés aux États-Unis, avaient un impact sur l'activité et les prix sensiblement moins élevé¹.

Une première explication de cet écart provient des différences dans l'importance relative des mécanismes de transmission de la politique monétaire. En zone euro, le canal des taux d'intérêt et celui du taux de change, par lesquels s'exercent les influences respectives de ces variables sur la demande finale, jouent un rôle prépondérant. Aux États-Unis, la transmission s'opère plus particulièrement *via* les variations du volume des crédits offerts par les banques et celles des prix immobiliers et des actions. Or, l'impact de ces canaux de transmission est beaucoup plus faible en zone euro.

Une seconde explication réside dans la répercussion des changements de taux directeurs sur les taux bancaires, créateurs et débiteurs, qui n'est que partielle dans la zone euro (de l'ordre de 70 % à long terme) alors qu'elle serait totale dans le cas des États-Unis selon plusieurs études économétriques.

Toutefois, une analyse effectuée sur l'ensemble des pays de la zone euro entre 1986 et 2003, dont les résultats sont explicités dans ce *Bulletin*, montre que le passage à l'Union monétaire est susceptible d'avoir accéléré et homogénéisé les réponses des taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales aux impulsions de politique monétaire en zone euro. En France, notamment, la vitesse de transmission se serait accrue pour se rapprocher de la moyenne européenne. L'accélération de l'intégration financière, l'unification des marchés monétaire et obligataire, et la concurrence accrue entre banques sont autant de facteurs explicatifs de cette évolution.

¹ Cf. les documents de travail de la Banque de France : les *Notes d'études et de recherche* n° 92, 93 et 97 disponibles sur son site (www.banque-france.fr), et de la BCE (www.ecb.int).

L'économie française reste néanmoins caractérisée par une relative inertie en ce qui concerne l'ajustement des taux débiteurs et créditeurs aux taux directeurs. La part encore importante des taux fixes dans le financement de notre économie explique pour partie ce résultat. Certes, ce contexte se modifie et on observe actuellement une progression assez sensible de la part des crédits à taux variables² dans les nouveaux crédits à l'habitat, par exemple. En revanche, un certain nombre de rigidités, dues notamment au rôle des taux administrés, subsistent.

Diverses pistes allant dans la voie d'une plus grande réactivité de l'économie française peuvent être explorées. Pour l'essentiel, ce sont des mesures permettant de réduire la part des liquidités à taux réglementés ou de faire dépendre davantage leur rémunération de l'évolution des taux directeurs qui sont de nature à améliorer les canaux de transmission. L'existence d'une grille de taux réglementés apparaît en effet comme l'anomalie principale qui demeure au regard de la bonne transmission à notre économie des impulsions de la politique monétaire unique.

² Cf. précédent éditorial du *Bulletin de la Banque de France* n° 135 de mars 2005 « Principales évolutions de la monnaie et du crédit en 2004 »

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Progression du PIB au quatrième trimestre

Selon les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels (prix de 1995, données cvs-cjo), le PIB a augmenté de 0,9 % au quatrième trimestre de 2004. La croissance de l'année 2004 en moyenne annuelle ressort à 2,4 % en données cjo, après + 0,5 % en 2003.

Sur le trimestre, les dépenses de consommation des ménages ont sensiblement augmenté (+ 1,2 %, contre - 0,1 % au trimestre précédent). La formation brute de capital fixe (FBCF) totale a progressé de 1,3 % (contre - 0,5 % au troisième trimestre). La contribution de la demande intérieure hors stocks s'est élevée à 1,0 point ; celle des stocks s'est située à - 0,3 point, après + 0,7 point au trimestre précédent. La contribution du commerce extérieur est de 0,2 point (après - 0,5 point au troisième trimestre).

L'acquis de croissance pour l'année 2005, à la fin du quatrième trimestre 2004, s'établit à + 0,8 %.

Dans la zone euro, selon la deuxième publication, le PIB a augmenté de 0,2 % au quatrième trimestre 2004 par rapport au trimestre précédent ; sur un an, la hausse atteint 1,6 %.

Baisse de la production industrielle en février

En février, la production industrielle, hors bâtiment, a diminué de 0,5 % sur le mois. Elle ressort en progression de 1,2 % en glissement annuel, au lieu de 2,7 % en janvier. La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie, a baissé de 1,0 % sur le mois ; en glissement annuel, elle progresse de 1,6 %.

À la fin du mois de février, l'acquis de croissance, pour le premier trimestre de 2005, s'établit à + 0,2 % pour l'industrie hors bâtiment et à + 0,1 % pour l'industrie manufacturière.

Dans la zone euro, la production industrielle hors construction, a progressé de 0,5 % en janvier 2005 par rapport au mois précédent, et de 2,2 % sur un an.

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

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

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

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

États-Unis

- Lors de la réunion du comité de la Réserve fédérale du 22 mars 2005, décision de relever le principal taux directeur de 25 points de base, à 2,75 %
- Creusement du déficit des transactions courantes au quatrième trimestre 2004 : – 187,9 milliards de dollars (soit 6,3 % du PIB), après – 165,9 milliards au troisième trimestre (soit 5,6 % du PIB)
- Légère amélioration de la production industrielle en février : 0,3 %, après 0,1 % en janvier
- Hausse de l'indice des prix à la consommation en février en variation mensuelle (0,4 %, après 0,1 % en janvier), mais stabilité en glissement annuel (2,9 %)
- Stabilité de l'indice ISM du secteur manufacturier en mars : 55,2, après 55,3 en février
- Repli des créations d'emplois en mars : 110 000 créations nettes, après 243 000 en février (262 000 en précédente estimation) et 124 000 en janvier (132 000 en précédente estimation)
- Légère baisse du taux de chômage en mars : 5,2 %, après 5,4 % en février

Japon

- Révision à la hausse du PIB au quatrième trimestre 2004 : 0,1 % en variation trimestrielle (contre – 0,1 % en précédente estimation), après – 0,3 % au troisième trimestre
- Poursuite de la baisse de l'indice des prix à la consommation en février (en glissement annuel) : – 0,3 %, après – 0,1 % en janvier
- Forte diminution des dépenses de consommation des ménages en février : – 1,8 % sur un mois, après + 4,3 % en janvier
- Repli de l'indicateur du climat des affaires de l'enquête du TANKAN au premier trimestre 2005 (toutes entreprises, solde net d'opinions favorables) : – 2, après + 1 au quatrième trimestre 2004. Prévision pour le deuxième trimestre 2005 : – 2
- Hausse du taux de chômage en février : 4,7 %, après 4,5 % en janvier
- Excédent commercial (données brutes des douanes) en février : 1 235 milliards de yens, après 358 milliards en janvier, soit une baisse de 28 % sur un an

Royaume-Uni

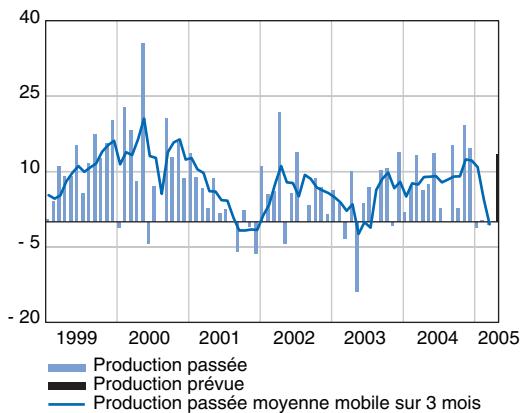
- Progression inchangée de l'indice harmonisé des prix à la consommation de février : + 1,6 % en glissement annuel, comme en janvier
- Maintien d'un rythme robuste de croissance du PIB du quatrième trimestre 2004 : 2,9 % en glissement annuel (inchangé), contre 3,1 % au troisième trimestre 2004
- Léger sursaut de l'indice PMI manufacturier (52,0, après 51,6 en février) et progression de l'indice PMI des services de mars (57,0, contre 55,1 en février)

Zone euro

- Stabilité de la hausse des prix à la consommation en mars : + 2,1 % en glissement annuel
- Hausse des prix à la production en février : 4,2 % en glissement annuel, contre 3,9 % en janvier
- Légère augmentation du taux de chômage de février : 8,9 %, contre 8,8 % en janvier
- Décrue de l'indice PMI manufacturier de mars : 50,4, contre 51,9 en février
- Progression de 6,4 % de M3 en février en glissement annuel, contre + 6,6 % en janvier
- Très légère diminution du déficit public en 2004 (2,7 % du PIB, contre 2,8 % en 2003), mais hausse de la dette publique (71,3 % du PIB, après 70,8 % en 2003)
- Tassement de l'excédent du solde courant au quatrième trimestre 2004 : 12,2 milliards d'euros, contre 15,9 milliards au quatrième trimestre 2003. En janvier 2005, dégradation sur un an des soldes commercial (– 2,2 milliards d'euros, contre + 1,7 milliard en janvier 2004) et courant (– 7,9 milliards, contre – 2,7 milliards)

Production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



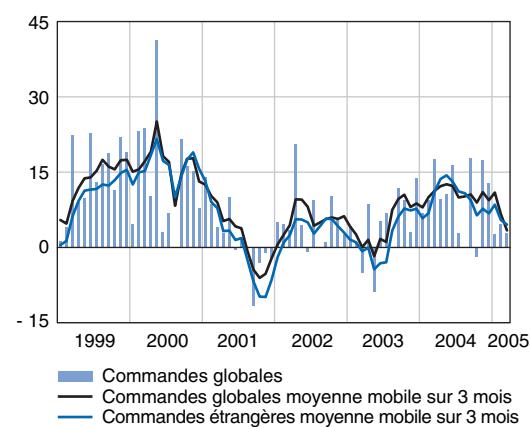
En mars, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle est restée stable, pour le troisième mois consécutif. Les jugements relatifs aux perspectives de production des prochains mois paraissent plus favorables.

Le courant de commandes nouvelles a globalement peu évolué ; face à un marché intérieur étale, les ordres de l'étranger ont faiblement progressé. Les carnets de commandes se sont repliés à un niveau considéré comme normal.

Les stocks de produits finis restent un peu supérieurs au niveau jugé souhaitable.

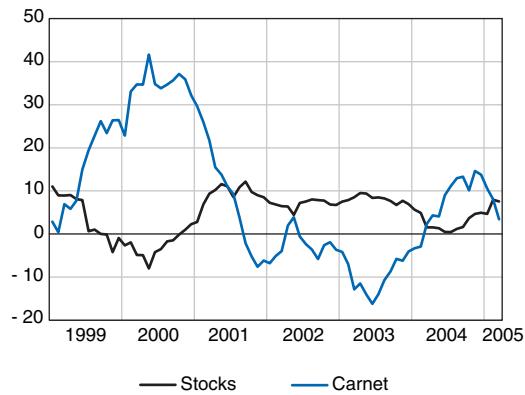
Commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Stocks et carnet de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Niveau d'activité élevé dans les secteurs du logement et des services marchands

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours des trois derniers mois (décembre/janvier/février) est supérieur de 12,3 % à celui de la période correspondante de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est en hausse de 12,6 % (à raison de 5,5 % pour les logements individuels et de 23,2 % pour les logements collectifs).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en diminution (- 10,1 % au cours des trois derniers mois, en glissement annuel).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, appréciée en données brutes, l'activité des services marchands a notamment progressé en mars et demeure à un niveau supérieur à celui atteint il y a un an. Jugées un peu moins favorables qu'en février, les perspectives restent cependant bien orientées.

Diminution de la consommation des ménages en février

La consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 1,0 % en février (après + 2,1 % en janvier). Sur un an, elle progresse de 3,3 %, contre + 4,4 % le mois précédent.

Selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages, corrigé des variations saisonnières, a enregistré une baisse en mars 2005 (– 25, après – 23 en février). Tous les soldes d'opinion sont orientés à la baisse. L'opinion des ménages sur l'opportunité d'acheter enregistre une diminution de 1 point. Les soldes relatifs aux évolutions passée et future de leur situation financière reculent de 2 points, ceux relatifs aux évolutions passée et future du niveau de vie de 4 points. Par ailleurs, l'opinion des ménages sur les perspectives d'évolution du chômage se dégrade en mars.

Selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale a progressé en mars et plus encore à un an d'intervalle.

Les immatriculations de voitures particulières neuves ont, quant à elles, augmenté de 1,8 % en mars 2005, en données cvs-cjo, après une hausse de 0,8 % en février.

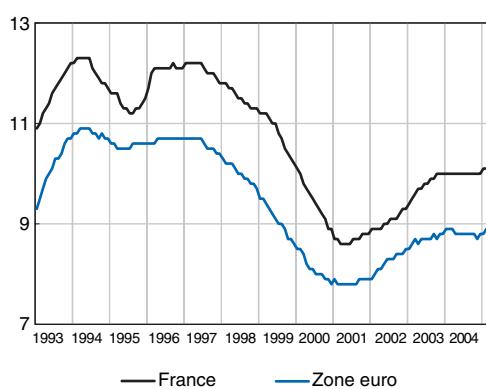
Stabilité du taux de chômage en février

Le nombre de chômeurs, au sens du Bureau international du travail (BIT), a progressé de 0,1 % sur le mois (soit + 4 000 personnes) et de 1,9 % sur un an (+ 51 000 personnes). Le taux de chômage est resté stable à 10,1 % de la population active en février.

Le taux de chômage de la zone euro a progressé, en février, à 8,9 % de la population active.

Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : DARES et Eurostat

Stabilité des effectifs salariés et des salaires au quatrième trimestre

Selon les résultats définitifs publiés par le ministère du Travail, les effectifs salariés du secteur concurrentiel sont restés stables au quatrième trimestre (comme au trimestre précédent). Sur un an, la hausse est de 0,1 %. Dans le secteur tertiaire, les créations d'emploi ont atteint + 0,1 %, après + 0,2 % au troisième trimestre. Les effectifs salariés dans l'industrie ont diminué de 0,3 % (contre – 0,5 % au trimestre précédent). Ils enregistrent une hausse de 0,4 % dans la construction (après une progression de 0,3 % au trimestre précédent).

Selon des résultats définitifs, le salaire mensuel de base a progressé de 0,3 % au quatrième trimestre 2004, après + 0,9 % au trimestre précédent, soit une hausse de 2,6 % en glissement annuel.

Le pouvoir d'achat du salaire mensuel de base est en baisse de 0,2 % sur le trimestre (contre + 0,7 % au troisième trimestre) ; il progresse de 0,7 % sur un an. Celui du salaire horaire de base ouvrier diminue de 0,1 % au quatrième trimestre après + 1,0 % au trimestre précédent (+ 1,1 % en glissement annuel).

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

Léger repli du taux d'utilisation des capacités de la production en mars

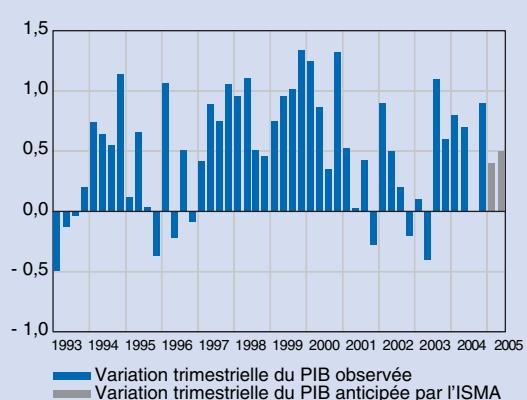
Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de mars 2005, le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement diminué.

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 (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,4 % au premier trimestre de 2005 (estimation inchangée) et de 0,5 % au deuxième trimestre (première estimation).

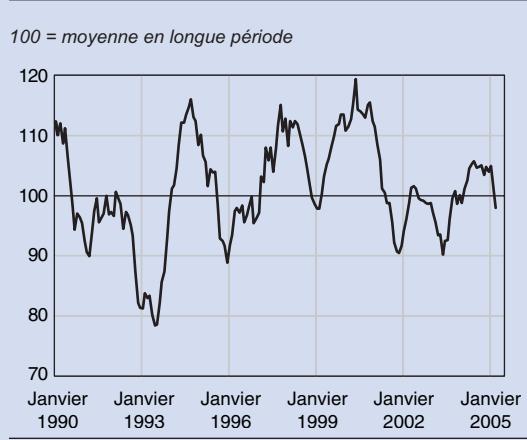
Dans ces conditions, l'acquis de croissance pour 2005 à la fin du deuxième trimestre serait de + 1,6 %.

Évolution de l'ISMA et du PIB



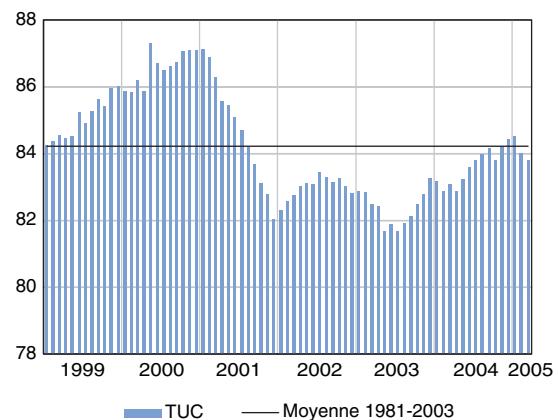
L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 98 en mars, après 101 en février.

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie



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

(en %, cvs)



1.2. L'évolution des prix

Progression du coût des matières premières importées par la France en mars

En mars, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, en euros, a augmenté de 9,5 % (23,8 % sur un an) et de 11,0 % en dollars (33,3 % sur un an).

Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 1,4 % par rapport au dollar, s'établissant en moyenne à 1,32 dollar.

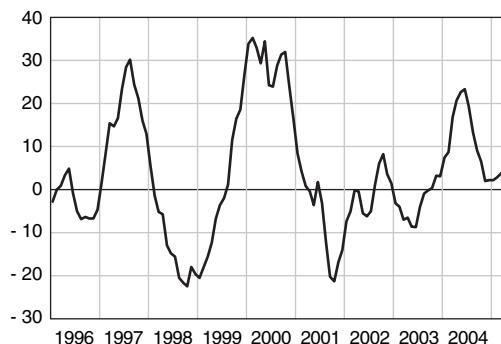
L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 15,1 % en mars (46,1 % sur un an). Le cours du Brent (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 16,8 % sur le mois, cotant 53,11 dollars en moyenne (57,3 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en augmentation de 3,9 % par rapport au mois précédent (1,6 % sur un an).

Les indices partiels du coût des produits alimentaires, des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont progressé, respectivement, de 11,5 %, 1,2 % et 1,9 %.

Coût en euros des matières premières importées (hors énergie)

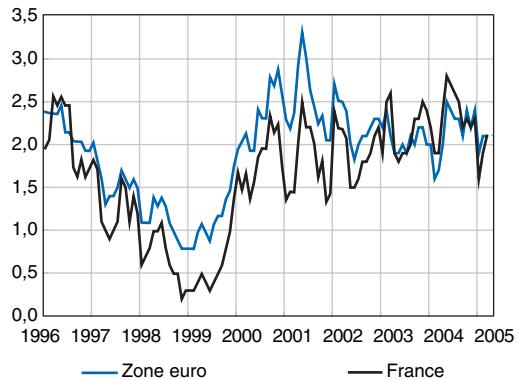
(en glissement annuel, en %)



Source : indice Banque de France

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE et Eurostat

Hausse des prix de production dans l'industrie

Les prix à la production dans l'industrie se sont accrus de 0,3 % en février 2005 (après + 0,4 % en janvier). En glissement annuel, la hausse s'établit à 3,1 %. Dans l'industrie manufacturière, les prix sont en hausse de 0,2 % en février, après une progression de 0,5 % en janvier ; sur un an, ils augmentent de 2,6 %.

Dans la zone euro, les prix de production dans l'industrie sont en hausse de 0,4 % en février par rapport au mois précédent ; sur un an, ils se sont accrus de 4,2 %.

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

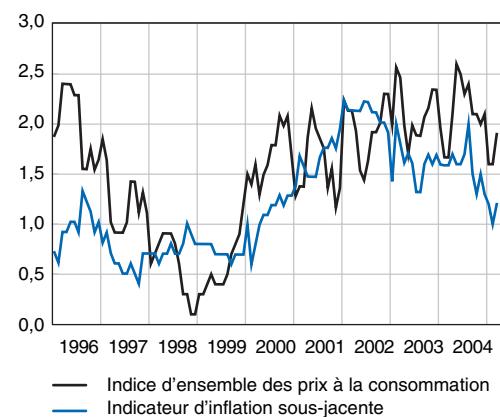
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est en hausse de 0,7 % par rapport au mois précédent ; il progresse de 2,1 % sur un an. L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a augmenté de 0,6 % sur le mois (1,9 % sur un an). Cette progression de mars traduit notamment le net renchérissement des produits frais, des produits pétroliers et de l'habillement et chaussures à l'issue des soldes d'hiver.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel a été de 2,1 % en mars, inchangé par rapport à février.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,3 % en mars et de + 1,2 % en glissement annuel.

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

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

1.3. La compétitivité

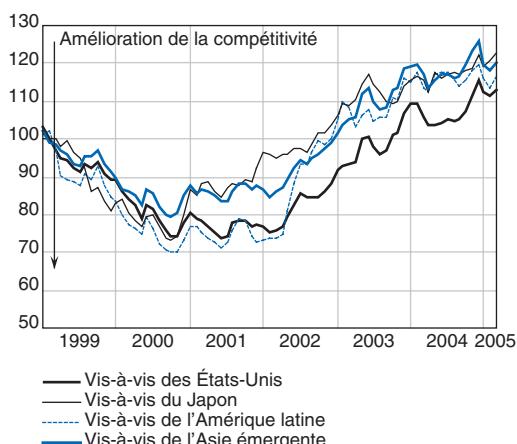
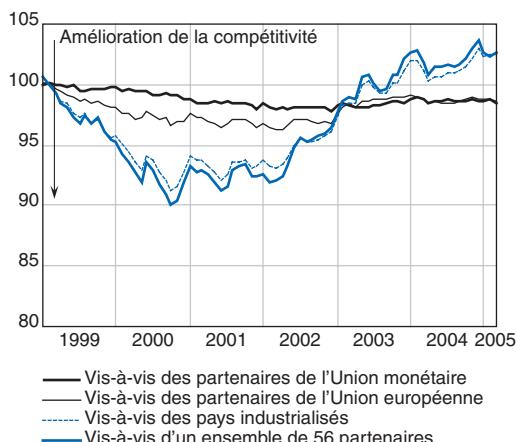
Évolution de la compétitivité de l'économie française

L'indice de compétitivité de l'économie française en termes de prix à la consommation et vis-à-vis de l'ensemble des 56 principaux partenaires¹ s'est établi à 102,7 en mars, contre 102,4 le mois précédent, par rapport à une base de référence égale à la moyenne du premier trimestre 1999.

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999



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

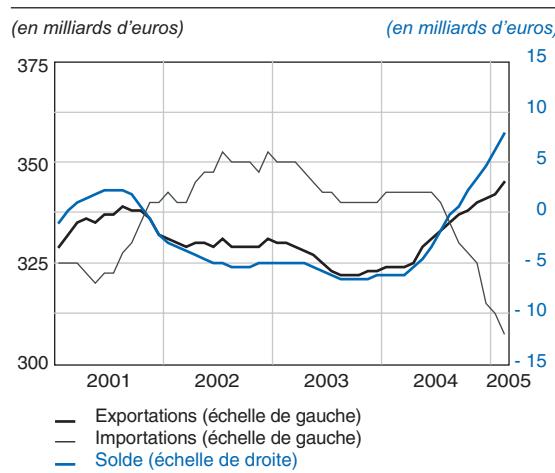
¹ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

1.4. Le commerce extérieur en février 2005

Le déficit cvs atteint – 1,5 milliard d'euros en février 2005 (contre un solde, révisé, de – 1,2 milliard en janvier), résultat d'une progression plus nette des importations que des exportations.

Commerce extérieur

Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Les exportations cvs s'élèvent à 29,5 milliards d'euros, en hausse de 5,5 % sur un an.

Comme en janvier, le redressement est porté par les ventes d'équipements professionnels : niveau élevé des ventes d'airbus (17), livraison d'un satellite aux États-Unis et d'un cargo au Panama. Le rebond des ventes est assez également réparti entre l'Europe et les pays tiers. Il en est de même pour les produits agricoles et l'énergie. Les exportations progressent légèrement vers L'Asie. On note une nouvelle baisse des exportations de matériel militaire.

Les importations cvs s'élèvent à 31,1 milliards d'euros, en hausse de 13,6 % sur un an.

La progression des achats industriels se poursuit de façon régulière, notamment pour les biens de consommation courante. Les importations de produits de l'industrie automobile marquent toutefois légèrement le pas et celles de biens intermédiaires se maintiennent à leur plus haut niveau. Globalement,

les achats de produits textiles n'augmentent pas : en progression depuis la Chine, ils diminuent auprès de l'Union européenne. Le montant des importations énergétiques cesse de se réduire, les achats de produits raffinés se rétablissant après leur recul du mois dernier. Hors énergie (modification de l'affectation géographique de nos approvisionnements), les achats auprès de l'Union européenne progressent d'une façon généralisée et régulière, tandis que les importations en provenance de pays tiers se redressent un peu après leur recul de janvier avec notamment, un niveau élevé pour les biens intermédiaires et un nouvel achat d'avion gros porteur aux États-Unis.

Le solde des échanges de biens intermédiaires continue de s'alourdir. Le solde vis-à-vis des États-Unis reste positif et les excédents avec l'Espagne et le Royaume-Uni s'accroissent, tandis que le déficit bilatéral avec l'Allemagne se creuse de nouveau.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en février 2005

Conformément aux pratiques habituelles, les balances des paiements des trois dernières années ont fait l'objet d'une révision globale dont les résultats sont rendus publics en même temps que ceux du mois de février de l'année en cours. Les chiffres révisés des années 2002, 2003 et 2004 peuvent être consultés et téléchargés à partir de la page « Statistiques et enquêtes / Séries chronologiques ». En outre, les coefficients permettant de désaisonnaliser les séries mensuelles de transactions courantes ont été réestimés sur l'ensemble de la période de référence. Concernant janvier 2005, les données cvs de transactions courantes sont donc différentes de celles publiées le mois dernier, bien que les données brutes n'aient subi aucun changement.

En février 2005, le déficit cvs des *transactions courantes* (– 0,6 milliard d'euros) est en baisse par rapport à janvier (– 2,2 milliards après révision), d'une part, sous l'effet d'une réduction des transferts courants nets vers les institutions européennes, d'autre part, et dans une moindre mesure, en raison d'un accroissement des revenus d'investissements en provenance de l'étranger.

Les sorties nettes de capitaux enregistrées au *compte financier* sont inférieures à 1 milliard en février.

Les investissements directs français à l'étranger baissent de moitié ce mois-ci, à 2,5 milliards, tandis que les flux d'investissements étrangers en France sont équilibrés, les entrées de capitaux liées aux achats immobiliers et aux bénéfices réinvestis étant compensées par des sorties au titre des autres opérations — flux de trésorerie et remboursements de prêts de sociétés résidentes à leurs maisons mères étrangères.

Les investissements de portefeuille présentent un solde proche de l'équilibre en février, qui recouvre des achats importants de titres étrangers par les résidents, en retrait cependant par rapport au mois précédent, tandis que les achats de titres français par les non-résidents ont presque doublé, à 16,6 milliards. Les résidents ont acquis pour près de 17 milliards d'actions, ont acheté des obligations à hauteur de 12,7 milliards et vendu pour 14 milliards de titres du marché monétaire. Les IFM résidentes ont été à l'origine de l'essentiel des opérations du mois, arbitrant en faveur des actions et cédant en contrepartie des titres du marché monétaire.

Concernant les non-résidents, on note une vive reprise des acquisitions d'obligations, à hauteur de 16,4 milliards, contre des ventes nettes de 4,2 milliards en janvier, les opérations nettes sur actions et titres du marché monétaire étant globalement équilibrées et de faible ampleur. L'évolution du comportement des investisseurs non résidents sur les obligations tient notamment au changement de rythme des adjudications de valeurs du Trésor et des autres émissions de titres des administrations publiques. À noter, en particulier, au mois de février, la première émission d'OAT à cinquante ans, ainsi que le lancement de deux emprunts, par la Cades et l'Unedic, en partie souscrits par des non-résidents.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)
Compte de transactions courantes	7 019	- 6 753	- 525	757	- 2 534	369	2 110	- 2 165
Biens	2 865	- 6 315	- 1 408	- 1 696	- 2 186	- 1 341	443	- 3 527
Services	14 002	10 269	631	1 615	8	260	460	268
Total « Biens et services »	16 867	3 954	- 777	- 81	- 2 178	- 1 081	903	- 3 259
Recettes	407 336	427 508	36 510	36 687	32 688	34 778	65 074	67 466
Dépenses	390 469	423 554	37 287	36 768	34 866	35 859	64 171	70 725
Revenus	7 080	6 858	1 662	2 287	- 1 396	2 916	1 500	1 520
Transferts courants	- 16 928	- 17 565	- 1 410	- 1 449	1 040	- 1 466	- 293	- 426
Compte de capital	- 7 666	1 741	264	106	- 25	178	168	153
Compte financier	9 710	1 556	24 262	- 4 764	6 788	- 870	- 19 106	5 918
Investissements directs	- 9 435	- 18 913	- 507	1 504	- 3 281	- 2 464	- 2 813	- 5 745
Français à l'étranger	- 47 090	- 38 498	- 1 241	- 540	- 5 100	- 2 407	- 8 849	- 7 507
Étrangers en France	37 655	19 585	734	2 044	1 819	- 57	6 036	1 762
Investissements de portefeuille	5 770	- 45 089	- 25 259	37 086	- 29 474	1 028	- 40 831	- 28 446
Avoirs	- 170 628	- 140 902	- 33 398	32 296	- 38 417	- 15 552	- 55 994	- 53 969
Engagements	176 398	95 813	8 139	4 790	8 943	16 580	15 163	25 523
Produits financiers dérivés	- 6 058	5 100	1 504	- 842	- 556	35	1 958	- 521
Autres investissements	21 604	63 967	48 967	- 42 917	42 294	- 1 579	22 277	40 715
Avoirs	- 13 693	- 89 743	- 9 457	- 10 636	- 11 682	- 8 214	- 32 495	- 19 896
Engagements	35 297	153 710	58 424	- 32 281	53 976	6 635	54 772	60 611
Avoirs de réserve	- 2 171	- 3 509	- 443	405	- 2 195	2 110	303	- 85
Erreurs et omissions nettes	- 9 063	3 456	- 24 001	3 901	- 4 229	323	16 828	- 3 906

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

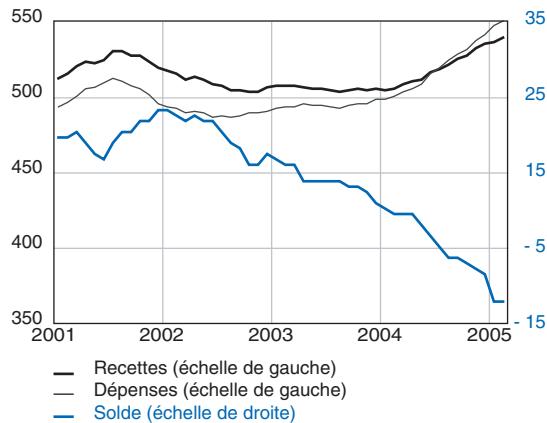
1.5.2. L'évolution des principales rubriques de la balance des paiements

Transactions courantes

Douze mois glissants (données brutes)

(en milliards d'euros)

(en milliards d'euros)

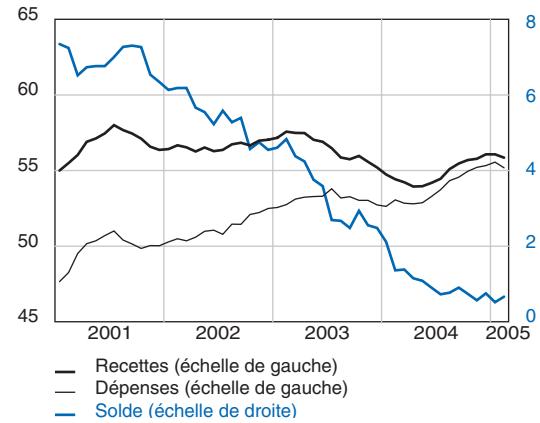


Services (hors voyages)

Douze mois glissants (cvs)

(en milliards d'euros)

(en milliards d'euros)

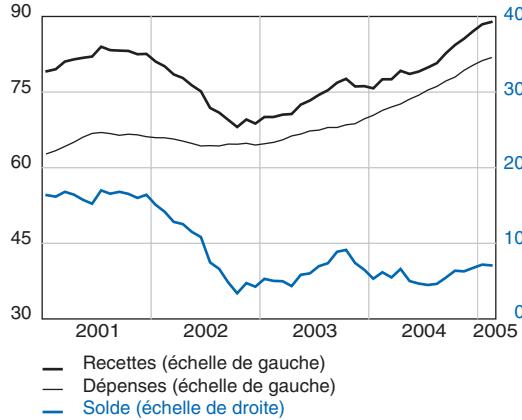


Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)

(en milliards d'euros)

(en milliards d'euros)

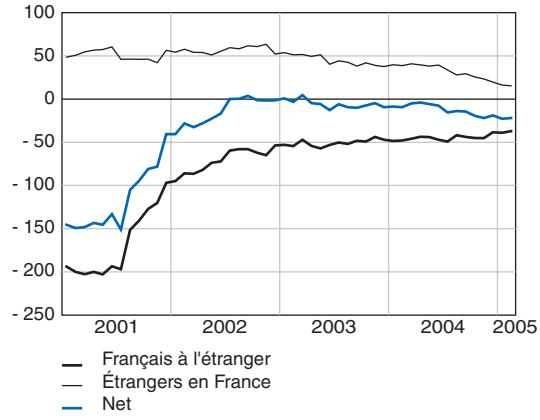


Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(en milliards d'euros)

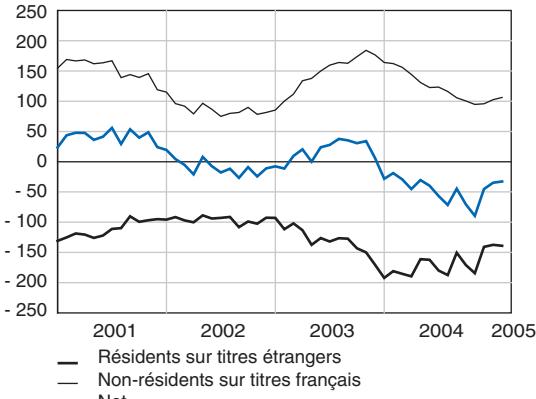


Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(en milliards d'euros)

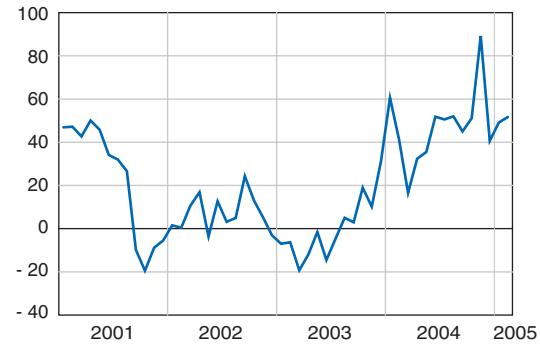


Autres investissements nets des IFM (a)

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(en milliards d'euros)



2. La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la *zone euro*, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 6,4 % en février, après 6,6 % en janvier. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 s'est élevée à 6,5 % pour la période allant de décembre à février, au lieu de 6,3 % pour la période précédente.

Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé est resté inchangé en février (7,3 %). La contribution des concours au secteur privé à la croissance de M3 n'a

quasiment pas varié par rapport au mois précédent (9,7 points de croissance au lieu de 9,6 points en janvier).

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Janvier 2004	Février 2005
Créances nettes sur l'extérieur	1,9	1,9
Concours au secteur privé	9,6	9,7
Concours aux administrations publiques	1,3	1,4
Ressources non monétaires	- 5,5	- 6,1
Divers	- 0,7	- 0,5
Total	6,6	6,4

Sources : BCE, calculs Banque de France

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	Encours	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)		
		Janvier 2004	Février 2005	Part dans la zone euro
	Février 2005			Février 2005
ZONE EURO (b)				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pèces en circulation	471,9	18,5	18,3	
+ Dépôts à vue	2 511,4	7,7	8,5	
= M1	2 983,4	9,3	9,9	
+ autres dépôts monétaires	2 662,7	4,4	4,1	
= M2	5 646,1	6,9	7,1	
+ instruments négociables	943,3	4,7	2,2	
= M3	6 589,4	6,6	6,4	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 629,5	7,3	7,2	
Créances sur le secteur privé (données cvs)	8 787,9	7,3	7,3	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	383,3	7,2	5,7	15,3
Comptes sur livrets	382,9	7,3	7,4	23,1
Dépôts à terme \leq 2 ans	46,5	- 2,3	- 3,9	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	286,3	8,3	5,3	46,5
Instruments du marché monétaire	60,0	0,3	16,6	73,1
Crédits au secteur privé (c)	1 268,9	7,0	6,7	16,6
Endettement intérieur total (d)	2 849,1	6,1	6,6	
dont : Administrations publiques	1 058,2	6,3	7,5	
Sociétés non financières	1 134,9	4,4	4,3	
Ménages	656,1	9,2	9,2	

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

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

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

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

Sources : BCE et Banque de France

2.2. Le financement de l'économie française

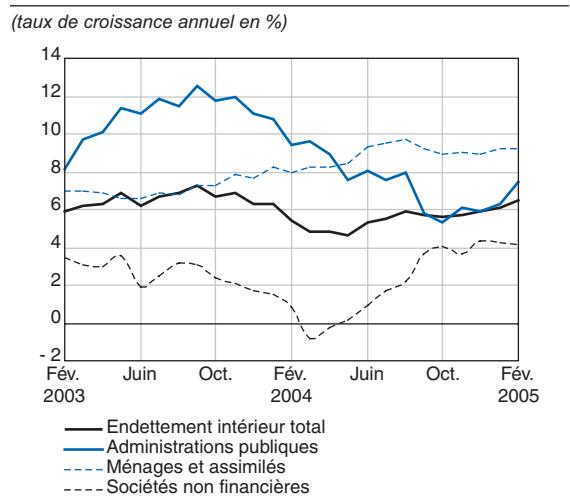
L'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a quelque peu augmenté en février sous l'effet du renforcement de la progression annuelle de l'endettement des administrations publiques. La croissance de l'endettement des sociétés non financières s'est très légèrement ralentie tandis que celle des ménages demeurait inchangée.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Endettement intérieur total	5,4	6,1	6,5
Sociétés non financières	0,8	4,2	4,1
Ménages	8,0	9,2	9,2
Administrations publiques	9,4	6,3	7,5

Endettement intérieur total



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Endettement intérieur total	5,4	6,1	6,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	4,6	6,1	5,7
Crédits obtenus auprès des non-résidents	1,3	9,9	10,7
Financements de marché	7,4	5,2	6,5
Financement monétaire du Trésor public	- 9,1	11,8	8,6

La croissance annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes a fléchi. En revanche, la progression annuelle des crédits accordés par les non-résidents et celle des financements de marché ont enregistré une accélération.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Les augmentations de capital en numéraire, sous forme d'actions ou de certificats d'investissement, se sont élevées en février 2005 à 5,9 milliards d'euros dont 0,8 milliard pour les entreprises cotées.

Le cumul des émissions des douze derniers mois est en baisse de 2,8 % par rapport au total émis en 2004. Les émissions des sociétés non financières représentent la quasi-totalité des capitaux collectés.

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

	Année 2003	Année 2004	Mars 2004 à fév. 2005	Février 2005
Sociétés non financières	83,8	75,1	73,4	5,8
Autres agents (a)	3,8	2,4	1,9	0,1
Total émis (b)	87,6	77,5	75,3	5,9
donc :				
<i>Titres cotés à la cote officielle et au Second marché</i>	<i>22,1</i>	<i>11,7</i>	<i>10,2</i>	<i>0,8</i>

(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 maison mère et filiale

Sources : Euronext, Banque de France

2.2.1. L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

La progression annuelle de l'endettement des administrations publiques sur les marchés s'est accélérée. En revanche, l'évolution de l'encours de titres de dette émis par les sociétés non financières est redevenue légèrement négative du fait d'une accentuation de la contraction de l'encours des titres à moyen et long termes.

Endettement sur les marchés

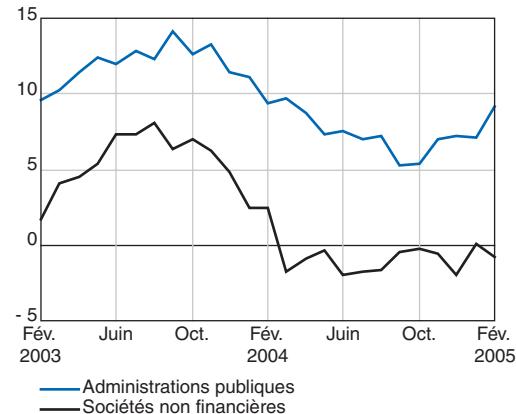
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Endettement sur les marchés	7,4	5,2	6,5
Administrations publiques	9,4	7,1	9,1
≤ 1 an	15,2	- 7,3	- 7,1
> 1 an	8,6	9,2	11,5
Sociétés non financières	2,5	0,1	- 0,8
≤ 1 an	- 12,5	15,1	17,1
> 1 an	5,1	- 2,1	- 3,4

Les émissions brutes de titres de dette à plus d'un an ont totalisé 42,5 milliards en février, contre 28,6 milliards en janvier, étant imputables pour moitié à l'État et libellées à 94 % en euros. Compte tenu des remboursements intervenus (13,3 milliards d'euros dont 2,0 milliards pour la dette publique négociable), les émissions nettes s'élèvent à 29,2 milliards, contre 2,1 milliards en janvier.

Sur l'ensemble des douze derniers mois, les émissions nettes totalisent 109,0 milliards d'euros.

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)

**Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mars 2005****Obligations émises à Paris**

	Année 2004	Émissions nettes		Émissions brutes		Encours à fin mars 2005		
		Mars 2004 à fév. 2005	Mars 2004 à mars 2005	Mars 2005	Mars 2004 à fév. 2005			
Sociétés non financières	- 17,4	- 15,7	- 11,8	0,9	4,5	5,7	1,4	106,4
État	39,0	51,3	47,7	5,1	80,4	76,8	5,1	576,0
Autres administrations publiques	7,9	13,7	17,7	4,0	17,0	21,0	4,0	57,4
Institutions financières monétaires	- 1,4	- 0,7	0,3	- 1,6	19,7	19,6	0,3	159,4
Institutions financières non monétaires	- 1,2	- 1,8	- 1,1	- 0,2	0,4	0,6	0,3	23,9
Total	27,0	46,7	52,9	8,4	122,0	123,7	11,0	923,0

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois de mars 2005, ont totalisé 11,0 milliards d'euros, contre 15,6 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (2,6 milliards d'euros), les émissions nettes se sont élevées à 8,4 milliards en mars, atteignant un montant cumulé de 52,9 milliards sur les douze derniers mois.

La dette obligataire de l'État s'est accrue de 5,1 milliards d'euros, avec pour effet la réalisation, à fin mars, de 45 % du programme indicatif d'émissions de l'année 2005 (61 milliards, dont 11 milliards sur les lignes indexées). La dette obligataire des autres administrations publiques a augmenté en raison d'un emprunt de la Cades (4 milliards d'euros).

Les émissions brutes des sociétés non financières correspondent à cinq émissions d'obligations convertibles pour un montant global de 1,4 milliard d'euros.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

	(en milliards d'euros)							
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin fév. 2005
	Année 2004	Fév. 2004 à janv. 2005	Mars 2004 à fév. 2005	Février 2005	Fév. 2004 à janv. 2005	Mars 2004 à fév. 2005	Février 2005	
Sociétés non financières	- 7,4	- 5,5	- 9,2	- 3,0	32,9	32,6	2,5	257,0
<i>dont : devises</i>	3,0	2,0	1,6	- 0,1	4,9	4,9	0,4	40,7
État	55,6	52,8	65,2	18,1	129,5	135,6	20,1	751,3
Administrations publiques (hors État)	12,2	14,1	19,2	5,1	19,1	24,5	5,4	62,9
<i>dont : devises</i>	4,5	5,9	6,1	0,3	5,9	6,2	0,3	7,9
Institutions financières monétaires	28,0	25,5	34,8	8,9	104,4	110,0	14,0	431,0
<i>dont : devises</i>	8,6	8,5	11,0	2,1	21,2	21,7	2,0	74,0
Institutions financières non monétaires	- 0,7	- 1,0	- 0,9	0,2	2,2	2,2	0,4	31,5
<i>dont : devises</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Total	87,7	85,9	109,0	29,2	288,2	304,9	42,5	1 533,7
<i>dont : devises</i>	16,1	16,3	18,7	2,3	32,0	32,8	2,6	123,1

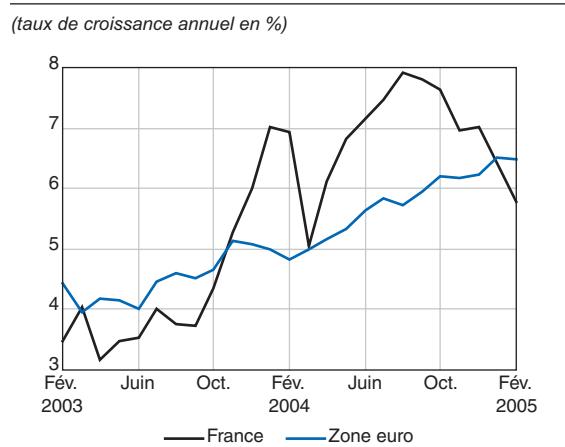
NB : Les titres de dette à long terme regroupent les obligations, les BMTN, les BTAN et les EMTN.

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 (IFM) s'est replié à 5,8 % en février 2005, après 6,4 % le mois précédent.

Crédits des institutions financières monétaires



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
	Crédits des IFM	Banques	Caisse de dépôts et consignation, et Caisse nationale d'épargne
Crédits des IFM	6,9	6,4	5,8
Banques	6,3	8,8	8,1
Caisse de dépôts et consignation, et Caisse nationale d'épargne	12,6	- 8,8	- 9,9
Établissements spécialisés	5,9	3,7	3,5

Le fléchissement de la croissance des crédits a concerné aussi bien les concours consentis par les banques que ceux octroyés par les établissements spécialisés. Liée à d'importantes opérations de cession de créances, la contraction de l'encours de crédits de l'ensemble Caisse de dépôts et consignation – Caisse nationale d'épargne s'est légèrement accentuée.

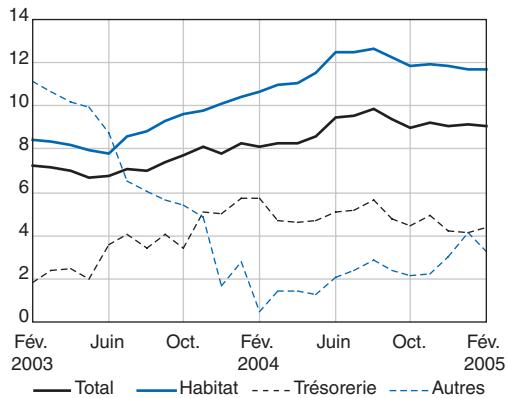
Crédits par agents et par objets

	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Crédits des IFM	6,9	6,4	5,8
Aux administrations publiques	13,2	1,3	- 2,5
Au secteur privé	6,3	7,0	6,7
<i>dont :</i>			
Crédits des établissements de crédit aux ménages	8,1	9,2	9,1
<i>dont : Trésorerie</i>	5,7	4,1	4,4
<i>Habitat</i>	10,7	11,7	11,7
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	- 0,5	4,3	4,3
<i>dont : Trésorerie</i>	- 12,2	0,6	0,1
<i>Investissement</i>	4,0	6,1	5,9

Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est inscrit en repli du fait essentiellement du tassement des crédits à la clientèle financière. Les taux de croissance des crédits aux ménages et aux sociétés non financières sont, en revanche, demeurés inchangés ou presque. Les crédits aux administrations publiques ont retrouvé une évolution négative.

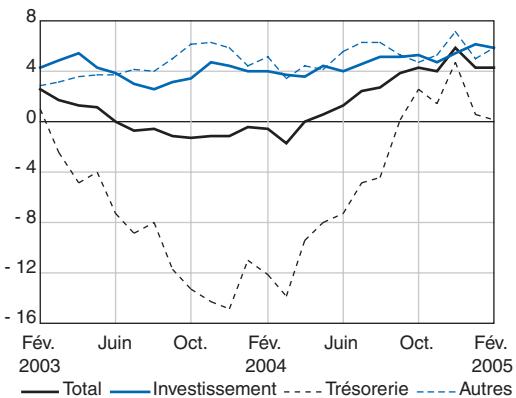
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux d'intérêt débiteurs

Taux débiteurs

(moyennes mensuelles en %)

	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Découverts aux ménages			
Zone euro	9,97	9,61	9,66
France	10,88	10,04	10,26
Crédits à l'habitat aux ménages (a)			
Zone euro	4,96	4,43	4,39
France	4,22	3,86	3,84
Crédits aux SNF (b)			
Zone euro	4,00	3,97	3,91
France	3,16	3,43	3,44
Crédits aux SNF (c)			
Zone euro	3,00	3,02	3,02
France	2,66	2,97	3,02

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans

(b) PFIT inférieure à 1 an et montant initial inférieur à 1 million d'euros

(c) PFIT inférieure à 1 an et montant initial supérieur à 1 million d'euros

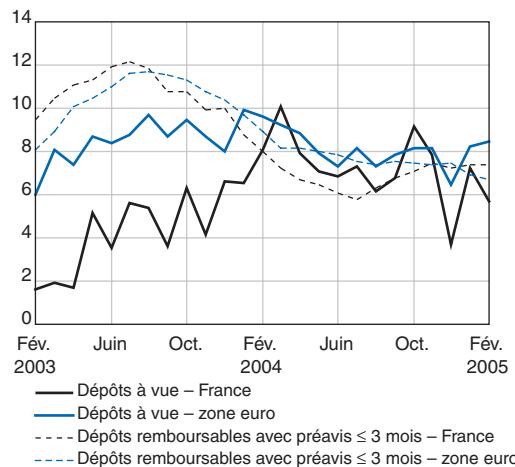
Sources : BCE, Banque de France

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 %)

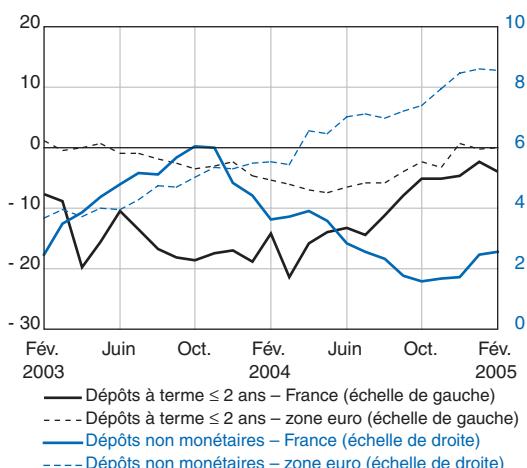


Sources : BCE, Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est inscrit en recul en février. À l'inverse, la progression annuelle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois s'est très légèrement accentuée.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



La contraction des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans s'est accentuée en février. Le taux de progression des dépôts non monétaires (dépôts à terme d'une durée supérieure à 2 ans) est demeuré inchangé.

Dépôts à vue

(France)

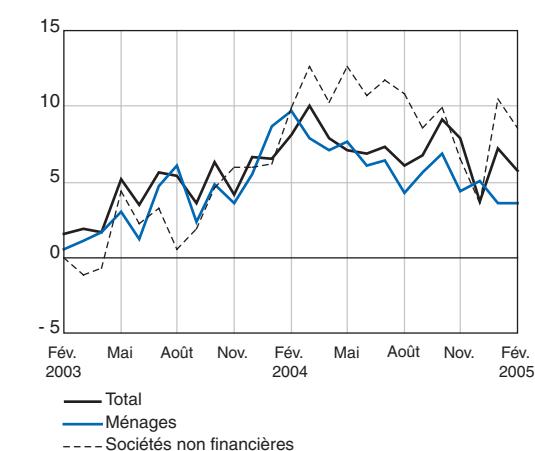
	(taux de croissance annuel en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Dépôts à vue	8,1	7,2	5,7
Ménages	9,7	3,5	3,6
Sociétés non financières	9,9	10,5	8,6
Autres	12,5	12,2	13,8

Le tassement du rythme de progression annuel de l'ensemble des dépôts à vue en février a essentiellement tenu au ralentissement de la croissance des dépôts des sociétés non financières. En revanche, la croissance des dépôts des ménages s'est très légèrement renforcée tandis que celle des dépôts des autres agents (sociétés d'assurance, clientèle financière) s'est nettement accélérée.

Dépôts à vue par agents

(France)

(taux de croissance annuel en %)



Comptes sur livret

(France)

(taux de croissance annuel en %)

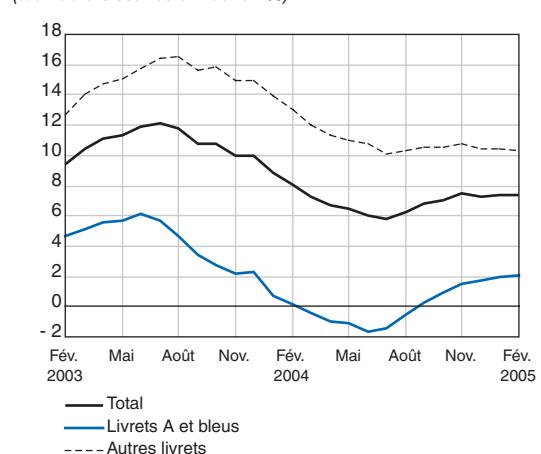
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Comptes sur livret	8,0	7,3	7,4
Livrets A et bleus	0,2	1,9	2,1
Livrets soumis à l'impôt	24,7	18,2	18,0
Livrets d'épargne populaire	8,3	4,4	3,9
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	5,7	6,3	6,3

La croissance annuelle de l'ensemble des comptes sur livret s'est très légèrement renforcée en février. Ce mouvement a surtout concerné les livrets A et bleus, alors que le rythme de progression des autres produits est demeuré inchangé ou s'est inscrit en légère baisse.

Comptes sur livret

(France)

(taux de croissance annuel en %)



Placements à court terme rémunérés aux taux du marché monétaire

(France)

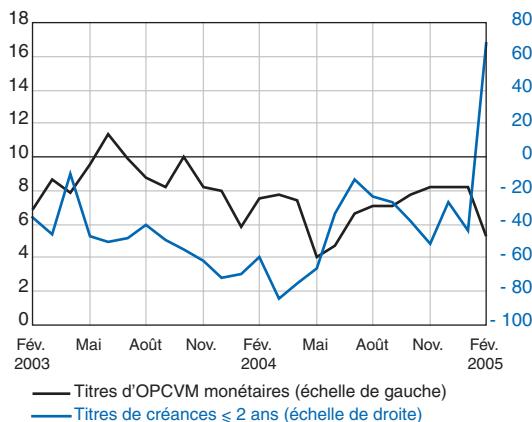
(taux de croissance annuel en %)

	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	0,2	5,8	6,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	-14,2	-2,3	-3,9
Titres d'OPCVM monétaires	7,6	8,3	5,3
Titres de créances ≤ 2 ans	-60,0	-43,6	67,6
Pensions	26,7	13,6	4,3

La croissance annuelle des placements à court terme rémunérés à des taux de marché s'est nettement renforcée en février. Ce mouvement d'ensemble recouvre toutefois des évolutions divergentes selon les composantes. La progression des titres d'OPCVM monétaires et des pensions a ralenti tandis que la contraction des dépôts à terme s'est accentuée. En revanche, la croissance des titres de créances d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans a enregistré une reprise très sensible. Celle-ci a été essentiellement due à un gonflement des émissions, lesquelles ont représenté en février un montant inédit depuis un an et demi et ont été principalement placées auprès des autres résidents de la zone euro.

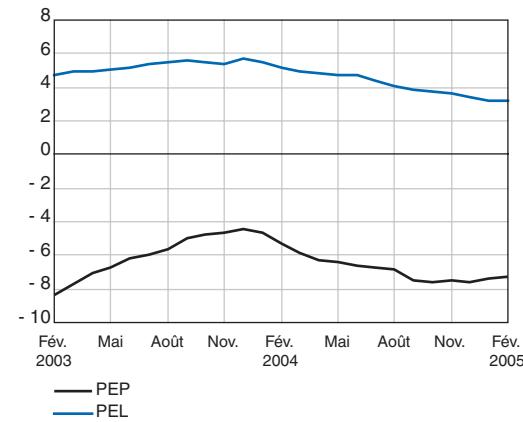
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



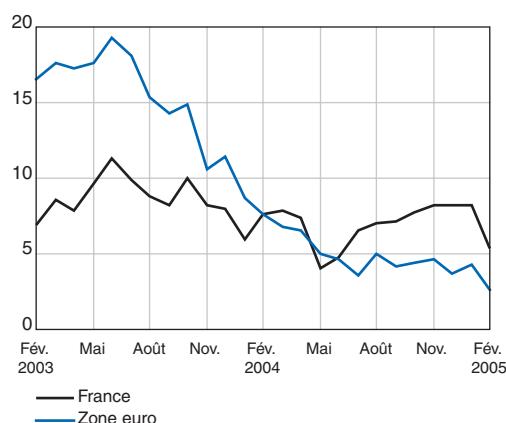
Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)

	Fév. 2004	Janv. 2005	Fév. 2005
Dépôts non monétaires	3,6	2,5	2,5
donc : PEP bancaires	- 5,3	- 7,4	- 7,2
PEL	5,2	3,2	3,2

La progression annuelle des dépôts non monétaires est demeurée inchangée, tout comme celle des plans d'épargne logement (PEL). La contraction de l'encours des plans d'épargne populaire s'est poursuivie, à un rythme toutefois un peu plus faible.

Les placements en OPCVM non monétaires

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

	Décembre 2003	Décembre 2004	Février 2005
OPCVM obligations	28,2	28,6	28,8
OPCVM actions	26,7	28,2	28,5
OPCVM diversifiés	35,1	32,9	32,7
OPCVM garantis	10,0	0,1	0,1
OPCVM de fonds alternatifs	—	1,7	1,7
Fonds à formule	—	8,5	8,2
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorités des marchés financiers

Par rapport à décembre 2004, la part des OPCVM « actions » et « obligations » a augmenté aux dépens de celles des OPCVM « fonds à formule » et des OPCVM « diversifiés », tandis que celles des OPCVM « de fonds alternatifs » et « garantis » sont restées inchangées.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	flux sur douze mois par rapport aux encours, en %	Décembre 2003	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005
OPCVM obligations	- 4,6	0,1	0,7	1,0	
OPCVM actions	1,4	2,7	2,4	3,2	
OPCVM diversifiés	- 1,1	4,4	4,0	3,5	

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « obligations » et surtout ceux de titres d'OPCVM « actions » ont augmenté, tandis que ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont quelque peu amoindris.

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

	(en %)			
	Décembre 2003	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005
OPCVM obligations	4,1	5,4	5,8	4,4
OPCVM actions	14,8	9,3	11,3	8,5
OPCVM diversifiés	7,8	4,9	5,8	4,0

(a) *Dividendes + plus-values réalisés au cours des douze derniers mois/Actif net du mois correspondant de l'année précédente*

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Les rendements sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » et « diversifiés » ont baissé dans des proportions voisines. Le rendement des titres d'OPCVM « actions » a diminué de manière plus sensible.

Les taux d'intérêt créditeurs

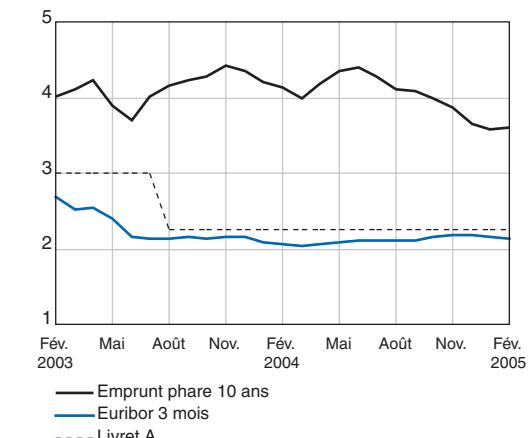
Sur les marchés, la moyenne mensuelle du taux d'intérêt interbancaire à 3 mois est demeurée presque inchangée par rapport à celle de janvier tandis que le rendement de l'emprunt phare 10 ans s'est inscrit en très légère hausse.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Euribor 3 mois	2,071	2,145	2,138
Emprunt phare 10 ans	4,14	3,58	2,60
Livret A	2,25	2,25	2,25

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : BCE, Banque de France

Taux créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Février 2004	Janvier 2005	Février 2005
Dépôts à vue des SNF			
Zone euro	0,88	0,92	0,92
Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois			
Zone euro	1,99	1,98	1,97
France	2,48	2,56	2,52
Dépôts à terme ≤ 1 an			
Zone euro	1,89	1,95	1,94
France	2,08	2,07	2,07
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	2,45	2,53	2,32
France	2,80	2,54	2,68

Sources : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Le dollar a entamé le 11 mars un mouvement d'appréciation contre les principales devises, favorisé par des perspectives de resserrement accéléré des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi qu'un mouvement de retour des investissements en devises de pays émergents vers des actifs libellés en dollars américains.

Plus généralement, la focalisation graduelle des intervenants sur le thème d'un différentiel de rendement de plus en plus favorable au dollar (que ce soit sur les taux à court ou à long termes) a constitué un facteur fondamental de soutien.

Les taux de rendements obligataires ont diminué en Europe, où les indicateurs témoignent d'une conjoncture décevante. Il en va de même au Japon. Ils ont, en revanche, augmenté aux États-Unis où le dernier communiqué du *Federal Open Market Committee* (FOMC) accompagnant la hausse des taux directeurs de 25 points de base, à 2,75 %, affichait des préoccupations quant à l'inflation.

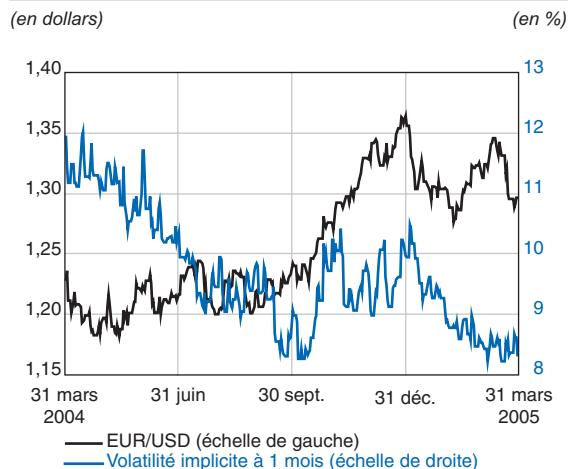
Les principaux indices boursiers s'inscrivent en baisse, dans un contexte de prix élevé des matières premières et de perspectives de croissance des résultats des entreprises plus faible en 2005 qu'en 2004.

Le mois de mars 2005 a d'ailleurs été caractérisé par une légère reprise de l'aversion pour le risque sensible à travers toutes les classes d'actifs : les *spreads* de risque de crédit, les primes de *credit default swap*, la volatilité implicite tirée des options sur indices boursiers sont en hausse et les cours des principales devises émergentes contre dollar américain sont en baisse.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

Le dollar a poursuivi jusqu'au 11 mars son mouvement de dépréciation, la devise européenne passant notamment de 1,3173 dollar à 1,3462. Par la suite, le dollar a entamé une remontée, et l'euro est revenu à 1,2968 dollar le 31 mars.

Cours de change et volatilité du prix de l'euro contre dollar



La dépréciation du dollar enregistrée au cours de la première partie du mois a été favorisée par la publication d'un accroissement du déficit commercial en janvier (58,3 milliards de dollars, contre 56,8 milliards en décembre) et de celui du déficit de la balance des paiements courants au quatrième trimestre 2004 (187,9 milliards, contre 164,7 milliards au troisième trimestre). Les participants de marchés ont également été sensibles aux rumeurs de diversification des réserves de change des banques centrales asiatiques.

Sur le reste de la période, le dollar s'est quelque peu apprécié. Il a, en effet, bénéficié d'une demande forte émanant des investisseurs cherchant à réduire leur exposition aux devises émergentes, de l'accélération des anticipations de hausse des taux directeurs américains, et de la publication d'informations sur la persistance des achats nets de titres américains en janvier par les non-résidents.

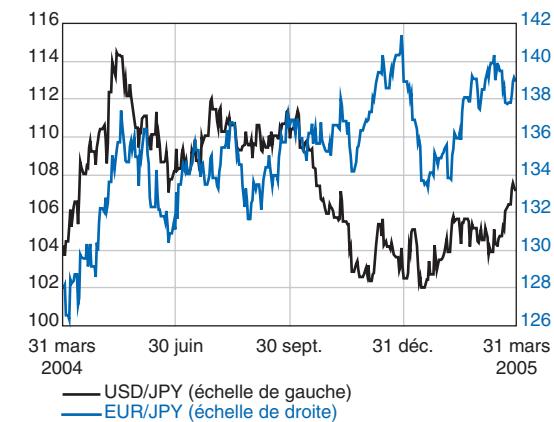
La volatilité implicite tirée des options de change à 1 mois reste à des niveaux historiquement bas et décroît légèrement courant mars (de 8,62 % à 8,32 %).

Le yen s'est inscrit en retrait : le dollar passant de 104,48 yens à 107,20 (+ 2,6 %) et l'euro de 138,46 yens à 139,01 (+ 0,4 %). Outre le mouvement d'appréciation du dollar dans la seconde partie du mois, la sortie de chiffres moins encourageants concernant l'évolution de la

NB : Hors mention spécifique, les graphiques des sections 3.1, 3.2 et 3.3 sont constitués à partir des données extraites des bases de données Reuter Bloomberg.

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

(en yens)



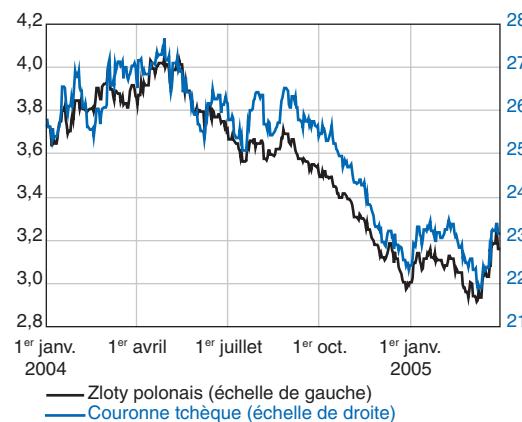
conjoncture japonaise (baisse de l'activité, augmentation du chômage) ont pu affecter le cours du yen.

La livre sterling s'est dépréciée contre dollar de 1,8 % à 1,8884 dollar, dans un mouvement similaire à celui de l'euro. Les données publiées en mars (production industrielle et manufacturière, ventes de détail) traduisent un ralentissement de la conjoncture au Royaume-Uni, tandis que certains indicateurs avancés montrent une baisse du prix de l'immobilier.

Parmi les devises des pays émergents qui ont enregistré les plus fortes baisses contre dollar, le zloty polonais a reculé de 7,5 %, clôturant à 3,1590 zloty, le forint hongrois a baissé de 4,4 %, à 190,546 forint et la couronne tchèque a diminué de 3,4 % à 23,1627 couronnes.

Cours du zloty polonais et de la couronne tchèque contre dollar

(en dollars)



La correction sur ces devises, qui s'étaient récemment appréciées contre dollar, a eu lieu parallèlement à la baisse des taux d'intérêt directeurs dans ces pays.

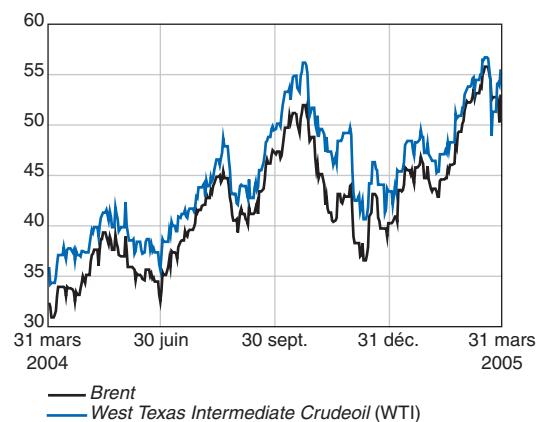
À compter du 11 mars, le dollar s'est aussi apprécié contre les devises à haut rendement comme le dollar néo-zélandais et le dollar australien, et contre de nombreuses devises émergentes, comme le baht thaïlandais, le dollar de Taïwan, le won coréen, le rand sud-africain, la lire turque, le rouble russe et la roupie indonésienne. Ce mouvement, consécutif à la conversion de capitaux émanant des pays émergents vers des actifs libellés en dollars, suggère que les primes de risque affectées à ces devises se seraient trop réduites au cours des mois précédents.

Le prix de l'or a atteint un sommet le 11 mars à 446 dollars l'once lorsque le dollar était à son point le plus bas du mois. Il a ensuite baissé pour finir le mois à 426 dollars l'once. L'annonce le 31 mars par la BCE de la vente de 47 tonnes d'or, en ligne avec les engagements de l'accord entre banques centrales sur les ventes d'or, n'a pas sensiblement affecté le cours du métal précieux.

Le prix du pétrole demeure à des niveaux élevés, malgré la décision de l'OPEP le 16 mars d'augmenter ses quotas de production de 500 000 barils par jour. Les tensions sur la demande, à la fin de l'hiver, expliquent ces niveaux de prix. Une baisse temporaire a été observée le 22 mars à l'annonce d'une possible nouvelle augmentation des quotas de production lors de la prochaine réunion de l'OPEP le 15 juin.

Cours du pétrole

(en dollars)



3.2. Les marchés de taux

L'évolution des taux de rendement obligataire au cours du mois de mars a été contrastée : hausse aux États-Unis sous l'effet de tensions inflationnistes accrues, mais diminution en Europe et au Japon, où les indicateurs ont fait état de perspectives de croissance décevantes.

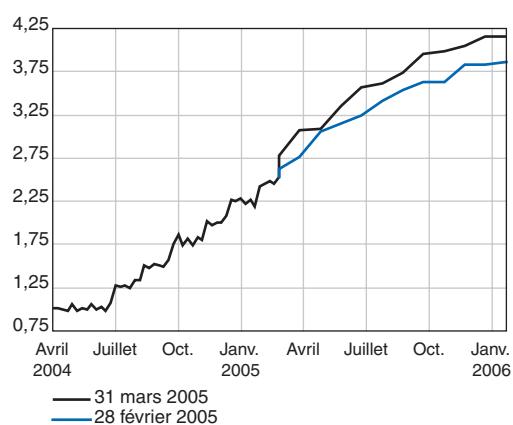
Hausse des taux d'intérêt aux États-Unis

Les taux américains sont globalement en hausse sur la période, et de manière plus marquée sur les taux d'intérêt à court terme (+ 18 points de base sur les taux à 2 ans qui clôturent le mois à 3,81 %) que sur ceux à long terme (+ 10 points pour les taux à 10 ans qui clôturent à 4,52 %), d'où un aplatissement de la courbe des taux. Cette évolution reflète l'accroissement de tensions inflationnistes sous l'effet du renchérissement des matières premières et de l'énergie, et le regain de maîtrise des sociétés en matière de fixation de leur prix, comme l'a indiqué le *Beige book* du Système fédéral de réserve, dont le ton a été perçu comme un signe d'une hausse accélérée des taux directeurs. Le FOMC a relevé, comme cela était largement attendu par le marché, ses taux directeurs de 25 points de base, portant le taux objectif des fonds fédéraux à 2,75 %.

Les taux implicites des contrats *Fed Funds* à fin mars montrent un niveau de ces taux anticipé à 4,25 % en décembre 2005.

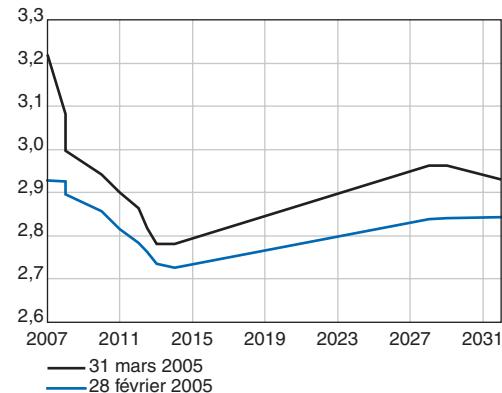
Taux implicite des contrats *Fed Funds*

(en %)



Courbe des points morts d'inflation aux États-Unis

(en %)



Les points morts d'inflation, tirés des obligations indexées, sont en hausse en mars, sur l'ensemble des échéances. La courbe des points morts d'inflation montre une décélération de l'inflation anticipée entre 2007 et 2015, puis une augmentation sur les échéances les plus longues (2029).

Diminution des taux de rendement obligataire en Europe

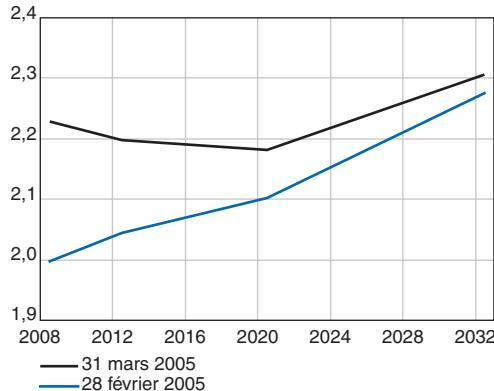
Les taux de rendement obligataire se sont inscrits en retrait dans la zone euro. Malgré des déclarations de responsables de la BCE soulignant l'excès de liquidité et le niveau historiquement bas des taux d'intérêt, et évoquant les conséquences potentielles en termes de politique monétaire d'un assouplissement du pacte de stabilité et de croissance, les taux ont en fait plutôt réagi à des données jugées médiocres sur la conjoncture européenne. Les taux Eonia tirés des *Overnight Index Swap* (OIS) font état d'une stabilité anticipée jusqu'en octobre 2005.

Le mouvement de baisse a été relativement homogène sur la courbe des taux (- 13 points de base pour les taux à 2 ans qui finissent le mois à 2,49 % et - 9 points pour ceux à 10 ans qui clôturent à 3,75 %), qui s'est, en définitive, pentifiée très légèrement.

Les points morts d'inflation tirés des obligations indexées ont augmenté, pour les échéances les plus rapprochées (2008), à la fois pour l'inflation française et l'inflation européenne.

Courbe des points morts d'inflation européenne

(en %)

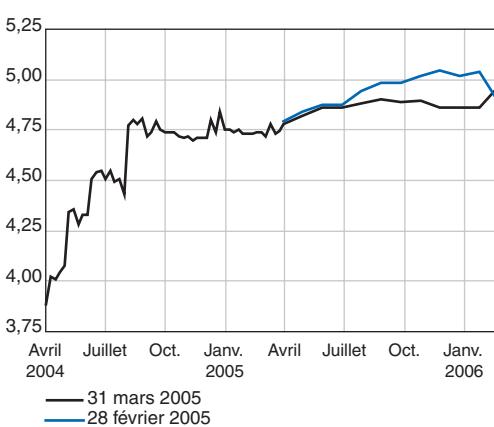


Des baisses de taux directeurs sont intervenues dans certains pays nouveaux adhérents à l'Union européenne : diminution de 25 points de base à 2,00 % en République tchèque, de 50 points à 6,50 % en Pologne, et de 50 points à 7,75 % en Hongrie.

Au Royaume-Uni, le taux de rendement des *Gilts* s'est inscrit également en baisse, et ce de façon plus marquée pour les taux à 2 ans (- 9 points de base à 4,68 %) que pour ceux à 10 ans (- 4 points à 4,70 %), aboutissant à une légère pentification de la courbe des taux. Le mouvement est similaire à celui des taux de la zone euro, la conjoncture britannique semblant marquer un ralentissement. La Banque d'Angleterre a maintenu ses taux directeurs inchangés à 4,75 % et les prix sur le marché des *swaps* courts ne reflètent plus qu'une hausse des taux de 25 points de base d'ici septembre 2005.

Courbe des taux au jour le jour anticipés des OIS sterling

(en %)

**Taux des obligations d'État japonaises à 10 ans**

(en %)

**Baisse des taux d'intérêt au Japon**

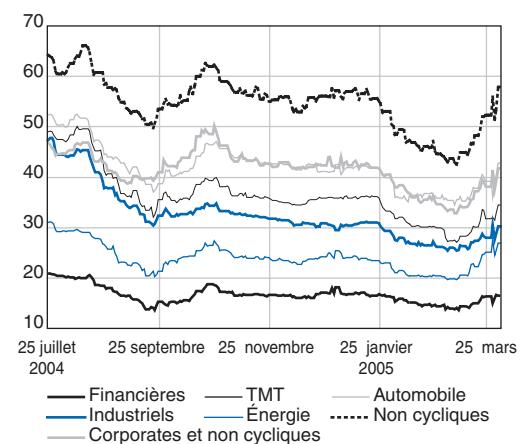
Conséquence d'un ralentissement de la conjoncture japonaise, les taux d'intérêt à long terme se sont repliés.

Élargissement des spreads de crédit

Le mois de mars a vu la préférence des investisseurs pour les actifs sans risque s'accroître, et, de ce fait, les spreads de crédit augmenter. L'effet potentiel négatif de la révision du pacte de stabilité et de croissance sur l'appréciation de la qualité de crédit des États membres de l'Union monétaire a été, de fait, totalement masqué par ce mouvement. Le catalyseur de cette évolution a été l'annonce par General Motors de la révision à la baisse de son bénéfice par action pour le premier trimestre 2005 et l'ensemble de l'exercice 2005.

Évolution des primes de credit default swap

Indices iTraxx



Prime de signature dans la zone euro

Émetteur	(en points de base)				
	31 mars 2005	28 février 2005	Variation/ 28 février 2005	31 décembre 2005	Variation/ 31 décembre 2005
Industrielles AAA	18	17	+ 1	17	+ 1
Industrielles AA	22	19	+ 3	23	- 1
Financières AA	27	24	+ 3	30	- 3
Corporate BBB	99	67	+ 32	79	+ 20
Industrielles BBB	107	65	+ 42	76	+ 31
Telecom BBB	52	43	+ 9	52	0

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

La dégradation du *spread* de crédit sur General Motors s'est diffusée à l'ensemble du secteur automobile, mais aussi des *corporate* — et en premier lieu des plus risqués — ainsi qu'aux émetteurs souverains émergents. Ce mouvement de réappreciation du prix du risque a affecté également les primes de *credit default swaps* (CDS). L'élargissement des *spreads* de crédit a été plus sensible pour le marché américain qu'europeen, notamment pour les émetteurs les moins bien notés.

Indices boursiers

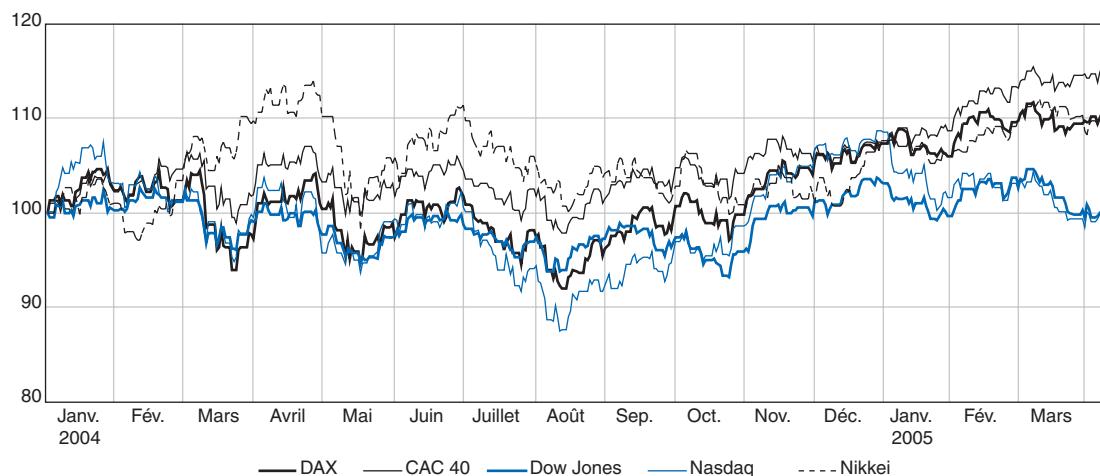
	(variation en %)		
	Niveau au 31 mars 2005	Variation/ 28 février 2005	Variation/ 31 décembre 2004
CAC 40	4 067,78	+ 1,01	+ 6,45
DAX	4 348,77	- 0,04	+ 2,18
DJ EuroStoxx 50	2 866,08	- 0,92	+ 3,29
FTSE	4 894,40	- 1,49	+ 1,66
Nasdaq	1 999,23	- 2,56	- 8,10
Dow Jones	10 503,80	- 2,44	- 2,59
Nikkei	11 668,95	- 0,61	+ 1,57

3.3. Les marchés boursiers

Après avoir progressé en février, les principaux indices boursiers ont perdu du terrain en mars, pénalisés en partie par les perspectives de relèvement accéléré des taux d'intérêt aux États-Unis. Outre le renchérissement de l'énergie et des matières premières, la réappreciation du risque de crédit ainsi que des perspectives de profit en moindre croissance en 2005 qu'en 2004 ont contribué à fragiliser les marchés boursiers.

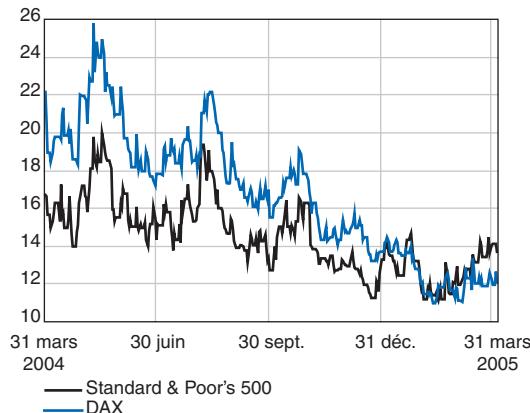
Principaux indices boursiers

(base 100 au 1^{er} janvier 2004)



Volatilité implicite du Standard & Poor's 500 et du DAX

(en %)



Ainsi aux États-Unis, le Dow-Jones a perdu en mars davantage que sa progression de février. La baisse du Nasdaq est plus marquée. Outre le secteur automobile qui a subi les effets d'annonces de résultats prévisionnels en baisse pour 2005, c'est le secteur financier qui connaît le plus fort déclin, affecté par les perspectives de hausses accélérées des taux directeurs du Système fédéral de réserve.

Le déclin des bourses européennes a été moins marqué puisque l'Eurostoxx 50 perd 0,92 %, alors que le CAC finit en hausse. Parmi les valeurs de l'Eurostoxx 50, la progression des actions du secteur de la grande distribution et des produits de grande consommation, et celle des assureurs contrebalance la baisse des valeurs bancaires, pharmaceutiques et de certains opérateurs de télécommunication. Ce sont les valeurs britanniques qui connaissent la baisse la plus marquée.

Le Nikkei recule également, entraîné notamment par le secteur des semi-conducteurs.

La volatilité implicite tirée des options sur indices boursiers, tombée à un niveau historiquement bas, a amorcé un rebond aux États-Unis. Ce mouvement est moins sensible en Europe où la volatilité passe de 11,7 % à 12,2 % pour le DAX et de 12,1 % à 14,0 % pour le Standard & Poor's 500.

3.4. Le marché monétaire de la place de Paris au premier trimestre 2005

Les volumes des prêts interbancaires en blanc échangés sur le compartiment du jour le jour dans la zone euro, tels que déclarés par les participants au panel Eonia, ont progressé de 8,6 % au cours du premier trimestre de l'année. En moyenne, 39,9 milliards d'euros ont été quotidiennement échangés, contre 36,7 milliards le trimestre précédent. La contribution des banques françaises aux volumes échangés a diminué, passant de 23,4 % au quatrième trimestre 2004 à 15,6 %.

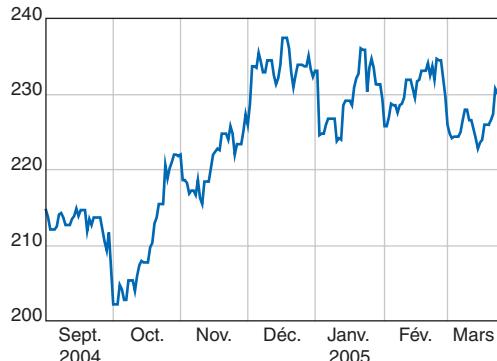
Les volumes traités sur le marché de la pension livrée sur titres français ont progressé par rapport au quatrième trimestre 2004, atteignant un volume mensuel moyen de 695 milliards d'euros (contre 672 milliards au trimestre précédent).

Sur le marché des bons du Trésor (BTF), 52,7 milliards d'euros ont été émis par l'Agence France Trésor au premier trimestre, (contre 48 milliards le trimestre précédent). Toutefois, compte tenu des remboursements, l'offre nette a été négative de 4,1 milliards d'euros au premier trimestre. La demande adressée pour ces titres lors des adjudications s'est établie en moyenne à 2,3 fois le montant adjugé, soit une proportion moindre qu'au trimestre précédent (3,8). Sur le compartiment des bons à moyen terme (BTAN), le Trésor français a émis 17,0 milliards, en progression par rapport au quatrième trimestre 2004 (9,8 milliards). Compte tenu des remboursements intervenus, l'offre nette a été positive de 3,5 milliards au cours du premier trimestre. À titre comparatif, l'offre nette était de 9,8 milliards le trimestre précédent.

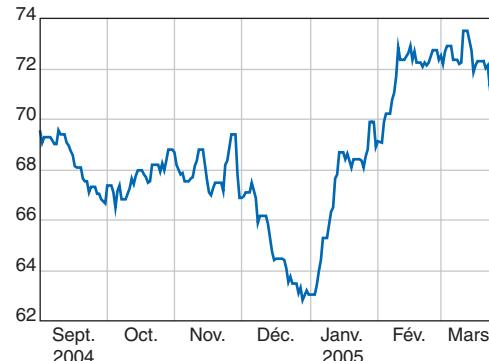
¹ Les données statistiques relatives à ce marché sont diffusées par la Banque de France sur plusieurs supports :
 – site internet (<http://www.banque-france.fr>)
 – *Cahier des titres de créance négociables*
 – situation hebdomadaire du marché des titres de créance négociables

Certificats de dépôt négociables

(encours en milliards d'euros)

**Billets de trésorerie**

(encours en milliards d'euros)



3.5. Le marché des titres de créances négociables ¹

L'encours global des titres de créances négociables (TCN), toutes devises confondues, s'est légèrement accru au cours du trimestre sous revue passant de 358 milliards d'euros à 365 milliards (arrêté au 25 mars).

Sur douze mois glissants, l'encours des TCN gagne 7 %, cette progression provenant principalement du marché des certificats de dépôt (+ 9 %) et, de façon plus atténuée, de celui des billets de trésorerie (+ 5 %), l'encours des bons à moyen terme négociables restant quasiment stable. À titre comparatif, l'encours d'*Euro Commercial Paper* – ECP (539 milliards de dollars) a progressé de 17 % pendant la même période (source CPWare).

Encours des TCN, toutes devises confondues

(en milliards d'euros)

	25 mars 2005	31 décembre 2004	26 mars 2004
CD	239,3	240,4	219,8
BT	72,4	63,9	69,2
BMTN	53,3	54,3	53,6
TOTAL	365,0	358,6	342,5

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Le marché des certificats de dépôt demeure le compartiment de marché le plus sollicité. Sur les douze derniers mois, l'encours global des certificats de dépôt a ainsi progressé de près de 9 % pour s'établir à 239,3 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2005.

Le marché des certificats de dépôt reste toujours aussi concentré : les quinze premiers émetteurs, sur un total de 230, sont à l'origine de 60 % de l'encours total du

marché. BNP-Paribas domine toujours très largement ce marché, avec un encours (27,7 milliards d'euros) presque deux fois supérieur à celui du deuxième émetteur, la Société générale (14,7 milliards).

L'attrait du marché se maintient aussi auprès des émetteurs non résidents établis au sein ou en-dehors de la zone euro. Ces établissements qui représentent 11 % de l'encours global (contre 9,5 % environ il y a un an) font souvent valoir d'excellents niveaux de signature. Leur accès au marché est facilité par des conditions de rémunération parfois légèrement plus attrayantes pour les investisseurs que celles constatées pour les mêmes émetteurs sur le marché de l'ECP.

La partie de la courbe la plus sollicitée en termes de durée initiale est celle comprise entre 20 et 40 jours qui regroupe 31 % de l'encours.

Avec 52 % du volume d'émission souscrit, les établissements de crédit demeurent toujours les principales contreparties du marché.

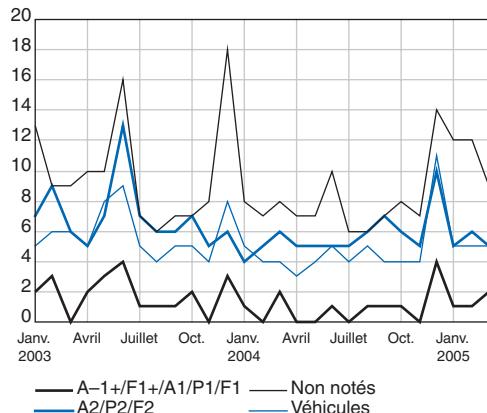
Les émissions de billets de trésorerie

Le marché des billets de trésorerie a enregistré une hausse d'activité au cours du premier trimestre 2005, l'encours progressant de 11 % par rapport à la fin 2004 pour s'établir à 72,4 milliards d'euros à la clôture.

Cette légère embellie qui succède au passage de fin d'année, provient d'un surcroît d'activité d'un nombre restreint d'émetteurs alors que les besoins

Spreads billets de trésorerie – swaps

(maturité 1 mois)

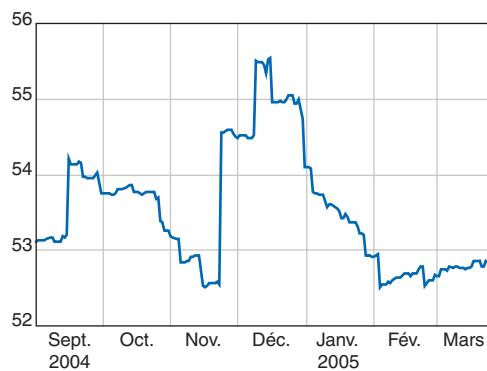


de trésorerie sont demeurés globalement limités. Ainsi Sanofi-Aventis est devenu en quelques semaines un des émetteurs majeurs de billets de trésorerie avec un encours de 4,3 milliards d'euros à fin mars. Cette hausse s'inscrit dans le programme de refinancement de l'offre publique d'achat de l'année dernière. Sanofi-Aventis est le troisième émetteur derrière GE European Funding (encours de 6,8 milliards d'euros) et la CADES (encours de 4,6 milliards). Parmi les autres principaux émetteurs ayant accru leur présence de façon sensible au cours du trimestre ressortent France Télécom (encours de 2,3 milliards d'euros, contre 1,2 milliard fin décembre 2004) et l'Unedic qui utilise à plein son nouveau plafond de 2 milliards d'euros (contre 1,2 milliard fin décembre 2004).

Avec un encours de 18,7 milliards d'euros, les véhicules de titrisation demeurent un compartiment important du marché des billets de trésorerie mais

Bons à moyen terme négociables

(encours en milliards d'euros)



se révèlent cependant sensiblement moins actifs que leurs homologues présents sur l'ECP. L'encours des billets de trésorerie adossés à des actifs (18,7 milliards d'euros) baisse de 16 % sur douze mois alors que celui des ECP adossés à des actifs augmente de 39 % (à 142 milliards de dollars) au cours de la même période.

En termes de durée à l'émission, une part majoritaire de l'encours, à fin mars 2005, se concentre sur le segment compris entre 20 et 90 jours.

En matière de rémunération, les *spreads* à un mois sont revenus sur les niveaux précédent le passage de fin d'année pour l'ensemble des émetteurs, exception faite des non notés, lesquels ont continué de concéder quelques centimes supplémentaires par rapport aux rémunérations enregistrées au cours du quatrième trimestre 2004.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

L'encours de bons à moyen terme négociables s'est légèrement replié au cours du premier trimestre 2005 pour atteindre 53,3 milliards d'euros, contre 54,3 milliards à fin décembre.

Le marché est toujours concentré entre les deux mêmes émetteurs : Société générale (encours de 11,8 milliards d'euros) et Entenial (encours de 7,5 milliards) représentant à eux deux 37 % du total. En termes de durée à l'émission, le segment de 1 à 2 ans a été le plus sollicité (34 % du montant total, contre 15 % le trimestre précédent) au détriment en particulier de la partie de 5 à 7 ans (8 %, contre 31 % fin décembre 2004).

Les contreparties ont été très majoritairement bancaires (56 % du montant souscrit) avec un apport non négligeable des sociétés industrielles et commerciales (20 % du montant souscrit) et des entreprises d'assurance, caisses de retraite et mutuelles (15 %).

La part des BMTN structurés est en augmentation sensible par rapport aux deux trimestres précédents : 38 % du montant global d'émission (contre, respectivement, 18 % et 12 % pour les troisième et

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris**Sélection d'indicateurs****Activité sur le marché de la pension livrée**

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Mars 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	473,29	63,42	456,07	65,6
Pensions à taux fixe	208,29	27,91	198,10	28,5
Pensions à taux variable	265,00	35,51	257,98	37,1
BTAN	183,69	24,61	167,82	24,2
Pensions à taux fixe	57,97	7,77	55,25	8,0
Pensions à taux variable	125,72	16,84	112,57	16,2
BTF	89,32	11,97	71,09	10,2
Pensions à taux fixe	24,25	3,25	16,95	2,4
Pensions à taux variable	65,07	8,72	54,14	7,8
TOTAL	746,30	100,00	694,98	100,0
Pensions à taux fixe	290,51	38,93	270,29	38,9
Pensions à taux variable	455,79	61,07	424,69	61,1

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

Échéances	26 fév. au 4 mars	5 au 11 mars	12 au 18 mars	19 au 25 mars
1 jour	2,13	2,10	2,12	2,13
10 jours	(-)	(-)	2,18	2,10
30 jours	2,16	2,19	2,15	2,16
90 jours	2,18	2,18	2,19	2,19
180 jours	2,22	2,21	2,24	2,26

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	26 fév. au 4 mars	5 au 11 mars	12 au 18 mars	19 au 25 mars
1 jour	2,10	2,06	2,09	2,09
10 jours	2,08	2,10	2,12	2,15
30 jours	2,09	2,09	2,09	2,10
90 jours	1,16	2,17	2,16	2,17
180 jours	2,23	2,21	2,20	2,22

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A-1+/F1+/A-1/P-1/F1, A-2/P-2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

		A-1+/F1+/ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/ F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	Janvier	1	5	12	5
	Février	1	6	12	5
	Mars	2	5	9	5
3 mois	Janvier	3	7	12	8
	Février	4	7	13	9
	Mars	4	6	11	8

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

À l'exception des émetteurs non notés, le mois de mars se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission (écart de plus ou moins un point de base par rapport au mois précédent). En ce qui concerne les émetteurs non notés, on observe une baisse de 2 et 3 points de base sur, respectivement, le 1 et 3 mois.

Taux des BTF et BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 mars	28 février	Variation
1 mois	2,08	2,03	+ 5
3 mois	2,04	2,04	0
6 mois	2,09	2,09	0
12 mois	2,21	2,22	- 1
2 ans	2,48	2,52	- 4
5 ans	3,02	3,10	- 8

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

Titres de créances négociables	Émissions en mars 2005		Encours à fin mars 2005
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	439,3	- 5,5	354,3
Certificats de dépôt négociables	385,7	- 4,6	229,9
BMTN	0,9	0,2	52,8
Billets de trésorerie	52,7	- 1,1	71,6

Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro

La mise en œuvre de la politique monétaire unique a-t-elle accéléré et amplifié la transmission des décisions de politique monétaire aux taux bancaires, notamment en France ? S'est-elle accompagnée d'une plus grande homogénéité du mécanisme de transmission par le canal des taux d'intérêt dans la zone euro ? Enfin, présente-t-elle des asymétries liées aux différentes phases du cycle ?

Telles sont les interrogations auxquelles la présente étude tente de répondre à partir d'une modélisation économétrique simple de la première étape du canal des taux d'intérêt, liant les taux bancaires au taux du marché monétaire, en utilisant les données de taux débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro rassemblées par l'Eurosystème.

Les principaux résultats obtenus sont les suivants :

- la transmission des taux du marché monétaire aux taux bancaires s'avère plus rapide depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique ; cependant, le passage à la politique monétaire unique ne semble pas constituer une rupture importante en ce qui concerne l'ampleur de la transmission ;*
- l'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire semble être une tendance générale dans la zone euro, mais elle serait plus marquée en France ;*
- enfin, l'un des bénéfices attendus du passage à la monnaie unique, à savoir l'intensification de la concurrence au sein de l'Union monétaire, paraît avoir induit une transmission plus rapide que par le passé des baisses des taux d'intérêt directeurs aux taux bancaires.*

Jérôme COFFINET
Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les politiques monétaire et financière

Parmi les raisons parfois invoquées susceptibles d'accélérer et d'amplifier la répercussion des modifications de taux d'intérêt directeurs aux différents taux bancaires, on mentionne souvent l'entrée en Union monétaire. Au sein de cette dernière, la transparence et la concurrence interbancaire seraient plus fortes, ce qui contribuerait à un comportement plus homogène des établissements de crédit.

La présente étude cherche à mesurer l'impact du passage à l'Union monétaire sur les canaux de transmission de la politique monétaire en France et au sein de la zone euro, en s'intéressant plus particulièrement à la façon dont les banques répercutent sur leurs taux débiteurs et créditeurs les modifications de taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) — les autres canaux de transmission par le change et le crédit notamment, ne sont pas étudiés, de même que l'impact des modifications de taux bancaires sur le comportement de demande des agents.

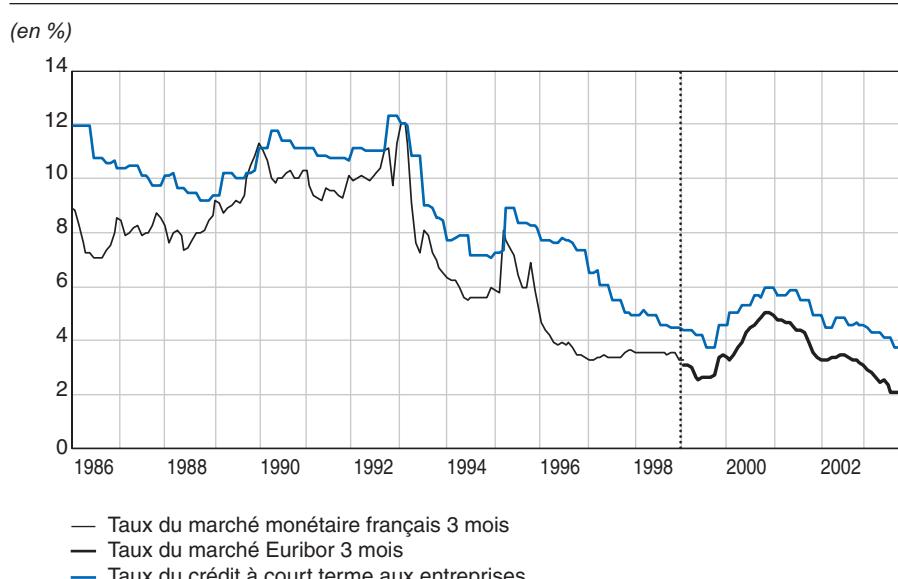
On s'interroge notamment sur les éventuels changements qu'induit le passage à la politique monétaire unique en termes de vitesse et d'amplitude, d'homogénéité et d'asymétrie sur les canaux de transmission.

1. Qu'attendre du passage à l'Union monétaire sur les mécanismes de transmission ?

Trois exemples illustrent les éventuels changements induits par l'entrée en Union monétaire.

1.1. Une accélération et une amplification de la répercussion des décisions de politique monétaire sur les taux pratiqués par les banques

Graphique 1
Taux d'intérêt et taux du crédit à court terme aux entreprises en France



Sources : BCE et Banque des règlements internationaux (BRI)

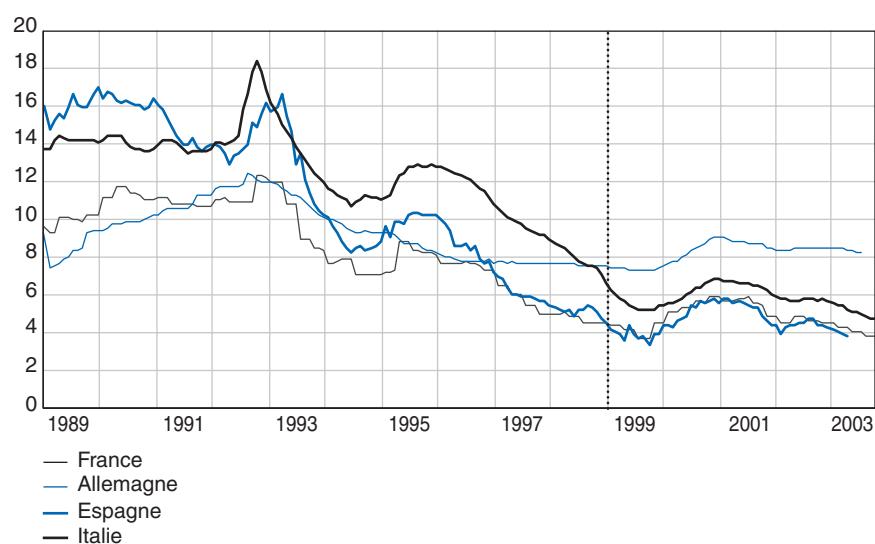
L'analyse de la courbe donnant l'évolution du taux du crédit à court terme aux entreprises en France suggère une meilleure corrélation après 1999 avec le taux d'intérêt à court terme (Euribor 3 mois), qu'avec le taux interbancaire français (Pibor 3 mois) avant 1999 (cf. graphique 1).

1.2. Une homogénéisation de la transmission monétaire au sein de la zone euro

Le taux du crédit bancaire aux entreprises à court terme dans la zone euro est caractérisé par des disparités nationales relativement fortes qui semblent néanmoins s'atténuer au cours du temps, illustrant une homogénéité croissante des réponses des taux d'intérêt bancaires aux impulsions de politique monétaire (cf. graphique 2).

Graphique 2
Taux du crédit à court terme aux entreprises

(en %)



1.3. Une plus grande symétrie dans les phases du cycle

Enfin, on semble observer un ajustement aussi rapide en période de baisse qu'en période de hausse des taux d'intérêt en France après 1999, alors que l'ajustement en période de baisse semble plus lent qu'en période de hausse des taux avant 1999. Ceci pourrait illustrer une plus grande symétrie de la transmission dans les phases du cycle (cf. graphique 1).

Ces changements éventuels du mécanisme de transmission sont analysés à partir d'un modèle simple dont les principales caractéristiques sont précisées dans l'encadré ci-après.

Un cadre simple d'analyse des canaux de transmission

On suppose que la Banque centrale européenne (BCE) agit sur les taux à court terme (Euribor 3 mois) par la fixation de ses taux directeurs. Cette hypothèse peut se justifier par le fait que le taux du marché Euribor 3 mois évolue dans la fourchette définie par les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal.

L'ajustement des taux créditeurs et débiteurs des banques au taux directeur est supposé s'effectuer selon le mécanisme à correction d'erreurs suivant (De Bondt – 2002, et Hofmann – 2000, notamment) :

$$\Delta rb_t = \alpha(rb_{t-1} - \beta rmm_{t-1} - \gamma) + \delta \Delta rmm_t + \varepsilon_t$$

où rb_{t-1} est le taux bancaire de court terme à la date $t-1$, rmm_{t-1} le taux du marché monétaire à 3 mois à la date $t-1$ (taux directeur), Δ l'opérateur différence et ε_t un bruit blanc.

Cette équation repose sur l'hypothèse qu'il existe une relation de long terme entre le taux pratiqué par les banques commerciales et le taux du marché monétaire. Le paramètre α mesure la force de rappel à cette relation de long terme, β représente le degré de transmission de long terme ou finale et δ le degré de transmission à court terme. Le degré de transmission est défini comme la variation en points de base des taux du crédit ou du dépôt induite par une variation de 1 point de base du taux Euribor 3 mois. Le rapport $(\delta - 1)/\alpha$ fournit le délai moyen d'ajustement du taux bancaire au taux du marché monétaire.

On suppose également que les asymétries d'information, l'introduction d'une prime de risque, en particulier sur les crédits de long terme, l'échéance plus courte des taux du marché monétaire par rapport aux taux bancaires et le degré de pouvoir de marché des établissements de crédit ont essentiellement des effets de long terme. De ce fait, la transmission de long terme n'est pas nécessairement complète, c'est-à-dire égale à 100 %. Selon de Bondt (2002), un marché peu concurrentiel s'accompagne généralement d'un sous-ajustement, c'est-à-dire d'une transmission de long terme inférieure à 100 %, tandis que des coûts d'asymétrie d'information sans rationnement du crédit peuvent expliquer un phénomène de surajustement, c'est-à-dire de transmission de long terme supérieure à 100 %. En revanche, les coûts de transfert ou de conversion, qui sont les coûts induits lorsque les agents économiques changent d'offre, exercent prioritairement leur influence sur la transmission de court terme.

Les séries nationales de taux du crédit bancaire aux entreprises, à la consommation et à l'immobilier, ainsi que celles des taux de rémunération des dépôts à vue, dépôts à terme et dépôts d'épargne sont celles publiées par la BCE. Les résultats concernant la zone euro sont obtenus en pondérant les données nationales par les volumes des crédits dans chaque pays.

La période précédant l'Union monétaire est restreinte à celle comprise entre janvier 1986 et décembre 1998 car elle se situe après les principales réformes structurelles (déréglementation, dérégulation, décloisonnement) susceptibles d'avoir un impact sur le canal des taux d'intérêt tout en permettant de réaliser l'estimation du modèle à correction d'erreurs sur un nombre suffisant de points. La période d'existence de l'Union monétaire est celle entre janvier 1999 et septembre 2003.

Compte tenu du faible nombre d'observations, notamment sur la période janvier 1999-septembre 2003, les résultats obtenus sont fragiles. En particulier, les écarts-types obtenus sont probablement sous-estimés.

Les séries de taux du marché monétaire sont issues des bases de données de la Banque des règlements internationaux (BRI). Elles correspondent au taux du marché monétaire à trois mois dans les pays étudiés et au taux Euribor 3 mois dans la zone euro.

2. Le passage à la politique monétaire unique s'est-il accompagné d'une amplification de la transmission des taux directeurs aux taux bancaires ?

2.1. Une transmission plus rapide...

La politique monétaire unique s'est semblé-t-il accompagnée d'une importante accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux bancaires dans la zone euro (cf. tableau 1) : le délai moyen d'ajustement s'est ainsi fortement réduit entre les deux périodes considérées (janvier 1986-décembre 1998, d'une part, et janvier 1999-septembre 2003, d'autre part), passant selon le taux considéré d'un intervalle de 6 à 12 mois sur la période 1986-1998 à un intervalle de 2 à 8 mois sur la période 1999-2003. En France, cette accélération apparaît plus marquée puisque le délai moyen d'ajustement, qui était compris entre 5 et 15 mois sur la période 1986-1998, passe de 1 à 7 mois sur la période 1999-2003.

Dans la zone euro, cette accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux débiteurs et créditeurs semble d'abord concerter le crédit à l'immobilier, pour lequel le délai moyen d'ajustement se réduit de plus de 7 mois, puis le crédit à long terme aux entreprises (réduction de plus de 5 mois) et enfin le crédit à la consommation, le crédit à court terme aux entreprises et les dépôts d'épargne, à vue et à terme (réduction de 2 à 3 mois).

L'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire semble plus marquée en France, notamment pour les crédits à l'immobilier (réduction de près de 12 mois, contre 7 mois en zone euro) et les dépôts d'épargne (livrets A, livrets jeunes, Codevi), même si, dans ce dernier cas, le délai moyen d'ajustement reste très élevé.

Ce résultat *a priori* est surprenant dans la mesure où tant les pratiques bancaires que les comportements d'investissement et de placement font des taux d'intérêt à long terme les taux pertinents pour les crédits immobiliers. Le résultat obtenu pourrait donc correspondre soit à un référencement des crédits immobiliers plus fréquent sur les taux d'intérêt à court terme soit à un co-mouvement plus prononcé des taux d'intérêt à court terme et des taux d'intérêt à long terme, en Europe, bien documenté par ailleurs et peu étonnant du fait de la disparition des crises de change.

En zone euro, l'ajustement le plus rapide s'effectue pour les crédits aux entreprises, tant à long terme (délai moyen d'ajustement de 2,1 mois) qu'à court terme (2,9 mois), tandis que les crédits aux ménages et les dépôts semblent plus inertes : c'est le cas du crédit à la consommation (6,2 mois), des dépôts à terme (5,0 mois) et des dépôts d'épargne (8,3 mois), et dans une moindre mesure du crédit à l'immobilier (3,8 mois).

Un constat identique peut être dressé pour la France, où l'ajustement du taux du crédit aux entreprises s'avère également le plus rapide (0,9 mois pour le crédit à court terme, 3,2 mois pour le crédit à long terme). En revanche, la France se distinguerait par une répercussion assez rapide aux crédits à l'immobilier (2,2 mois) tandis que les dépôts d'épargne (4,3 mois) et les crédits à la consommation seraient plus inertes (7,2 mois).

Tableau 1
Délai moyen d'ajustement

Type de crédit	Zone concernée	(en mois)	
		Janvier 1986- décembre 1998	Janvier 1999- septembre 2003
Crédit à l'immobilier	Zone euro	11,2	3,8
	France	13,9	2,2
Crédit à la consommation	Zone euro	8,7	6,2
	France	9,7	7,2
Crédit à court terme aux entreprises	Zone euro	6,2	2,9
	France	5,0	0,9
Crédit à long terme aux entreprises	Zone euro	7,5	2,1
	France	8,6	3,2
Dépôts d'épargne	Zone euro	10,1	8,3
	France	14,8	4,3
Dépôts à terme (a)	Zone euro	7,2	5,0
Dépôts à vue (b)	Zone euro	5,8	4,4

(a) *Dans le cas de la France, les statistiques de la BCE assimilent les taux des dépôts à terme à celui de l'Euribor 3 mois (Pibor 3 mois avant janvier 1999). L'étude économétrique est donc sans intérêt.*

(b) *Il n'existe pas de données pour la France car la rémunération des dépôts à vue y était interdite. Cette réglementation, condamnée par la Cour de Justice des Communautés européennes le 5 octobre 2004, a été abrogée par un arrêté du ministère des Finances publié au Journal officiel le 16 mars 2005.*

2.2. ...mais pas nécessairement plus ample

Cependant, en termes d'ampleur de la transmission, le passage à la politique monétaire unique ne semble généralement pas marquer de rupture importante avec la période antérieure (cf. annexe).

Les principaux enseignements que l'on peut néanmoins en tirer sont les suivants : s'agissant de la zone euro, l'ampleur de la transmission à court terme s'est généralement légèrement accrue, en particulier pour les crédits immobiliers. Par ailleurs, on ne constate plus de phénomène de sur-ajustement : le passage à l'Union monétaire semble donc se caractériser par un accroissement de la concurrence au sein du système bancaire, qui aurait eu pour conséquence une réduction du pouvoir de marché des banques. Cela expliquerait la baisse du coefficient de transmission de long terme dans l'ensemble de la zone euro, qui n'apparaît cependant pas toujours statistiquement significative.

Concernant la France, la transmission de court terme s'est significativement accrue, en particulier pour les crédits aux entreprises. On constate toutefois une inertie des dépôts d'épargne.

3. La transmission des décisions de politique monétaire est-elle devenue plus homogène dans la zone euro ?

On se fonde ici sur une analyse simple de l'écart-type des délais moyens d'ajustement et de l'ampleur de la transmission calculés pour les différents pays de la zone euro.

L'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire paraît se conjuguer avec une homogénéisation croissante des délais moyens d'ajustement au sein de la zone euro (cf. tableau 2). Celle-ci est marquée pour le taux du crédit à long terme aux entreprises (dont l'écart-type baisse de 5,8 mois à 1,6), le taux du crédit à l'immobilier (de 5,2 mois à 2,0) et le crédit à la consommation (de 4,7 mois à 2,4). Elle est plus faible pour le crédit à court terme aux entreprises (de 5,5 à 4,0 mois). En revanche, le constat que l'on peut dresser en ce qui concerne la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux créditeurs est différent : l'écart-type sur les dépôts d'épargne (de 6,2 mois à 6,7), les dépôts à vue (de 0,9 mois à 2,6) et surtout les dépôts à terme (de 4,0 mois à 7,7) a même augmenté entre les deux périodes étudiées. Lorsqu'elle persiste, l'hétérogénéité observée au sein de la zone euro provient essentiellement de l'inertie constatée en France (taux réglementés) et surtout en Allemagne (éventuellement, faible degré de concurrence).

Tableau 2
Écart-type des délais moyens d'ajustement

Type de crédit	Janvier 1986-décembre 1998	Janvier 1999-septembre 2003	(en mois)
Crédit à l'immobilier	5,2	2,0	
Crédit à la consommation	4,7	2,4	
Crédit à court terme aux entreprises	5,5	4,0	
Crédit à long terme aux entreprises	5,8	1,6	
Dépôts d'épargne	6,2	6,7	
Dépôts à terme	4,0	7,7	
Dépôts à vue	0,9	2,6	

En termes d'ampleur, le degré d'homogénéisation semble moins important, même s'il s'est fortement accru, notamment en ce qui concerne l'ajustement à long terme du taux du crédit à long terme aux entreprises, des dépôts d'épargne et des dépôts à vue.

Tableau 3
Écart-type des coefficients de court et de long termes

Type de crédit	Type de coefficient	(en mois)	
		Janvier 1986- décembre 1998	Janvier 1999- septembre 2003
Crédit à l'immobilier	Court terme	0,12	0,18
	Long terme	0,20	0,18
Crédit à la consommation	Court terme	0,15	0,39
	Long terme	0,30	0,26
Crédit à court terme aux entreprises	Court terme	0,27	0,28
	Long terme	0,28	0,23
Crédit à long terme aux entreprises	Court terme	0,21	0,23
	Long terme	0,46	0,17
Dépôts d'épargne	Court terme	0,12	0,14
	Long terme	0,27	0,11
Dépôts à terme	Court terme	0,16	0,24
	Long terme	0,20	0,30
Dépôts à vue	Court terme	0,12	0,07
	Long terme	0,28	0,15

4. La transmission des impulsions de politique monétaire dépend-elle de la phase du cycle ?

Depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique, on peut schématiquement distinguer deux phases : une phase de durcissement monétaire qui débute en novembre 1999 et se poursuit jusqu'en mai 2001, puis une phase d'assouplissement jusqu'à présent. Une rupture éventuelle est donc testée en mai 2001 en ne considérant que le sous-échantillon novembre 1999-septembre 2003.

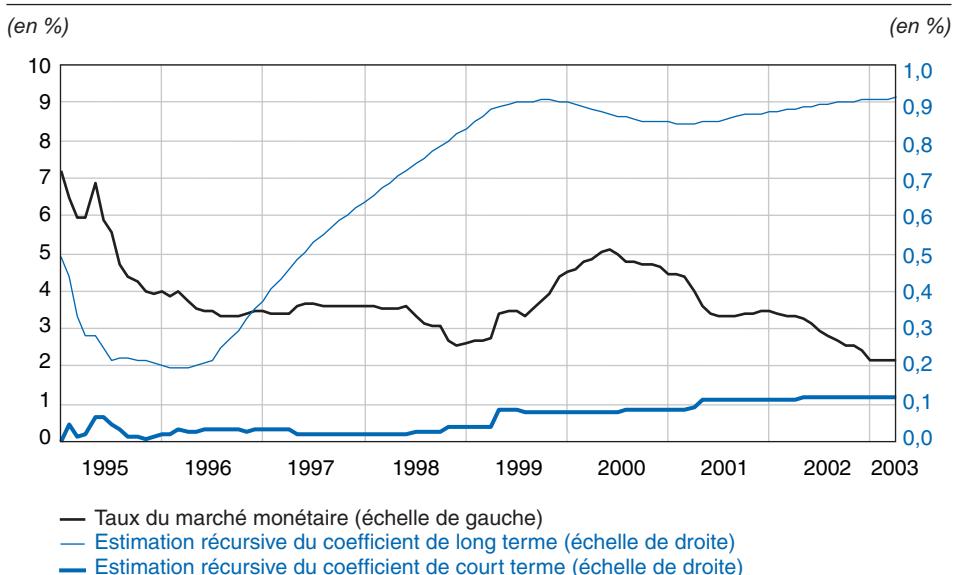
La plupart des travaux empiriques consacrés au sujet (notamment Neuward et Sharpe – 1992) tendent à montrer que la transmission du taux du marché monétaire aux taux du crédit bancaire est plus élevée en période de hausse des taux du marché monétaire qu'en période de baisse. Cette asymétrie reflèterait la maximisation par les banques de leur revenu, lorsque les clients sont confrontés à des coûts de conversion ou de transfert (*switching costs*).

Compte tenu du faible nombre d'observations sur chacune des sous-périodes retenues dans le cadre de cette étude, les résultats obtenus sont fragiles. Néanmoins, ils ne montrent pas de rupture significative de comportement en matière de répercussion des impulsions de politique monétaire à partir de mai 2001.

À titre d'illustration, le graphique 3 présente les estimations récursives des coefficients de court et long termes pour le crédit à court terme aux entreprises en France. Conformément au raisonnement exposé ci-dessus, la baisse du taux Pibor 3 mois entre juillet 1995 et février 1997 s'est traduite par une moindre répercussion des impulsions de politique monétaire, que reflète la décroissance simultanée des coefficients de court et de long termes sur cette période. En revanche, la baisse du taux Euribor 3 mois entre novembre 2000 et septembre 2003 n'a pas donné lieu à un phénomène similaire, les coefficients des transmissions de long et surtout de court terme paraissant relativement stables sur cette période.

Graphique 3

Taux d'intérêt et coefficients de transmission du crédit à court terme aux entreprises en France



Calculs : Banque de France

L'intensification de la concurrence au sein du secteur bancaire pourrait ainsi être à l'origine d'une transmission plus rapide et plus efficace des taux directeurs aux taux pratiqués par les banques.

Au total, il ressort de l'étude que :

- en zone euro, la transmission des taux du marché monétaire aux taux bancaires s'avère plus rapide depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Le délai moyen d'ajustement, qui était de 6 à 12 mois sur la période janvier 1986-décembre 1998, s'est réduit de 2 à 8 mois sur la période janvier 1999-septembre 2003. Cette accélération est particulièrement marquée dans le cas de la France. En revanche, en ce qui concerne l'ampleur de la transmission, le passage à la politique monétaire unique ne semble pas s'accompagner d'un changement de régime ;
- l'accélération de la vitesse de transmission des impulsions de politique monétaire semble être une tendance générale dans la zone euro ; à cet égard, le degré d'homogénéité, mesuré par les délais moyens d'ajustement, s'est sensiblement accru au sein de la zone euro ;
- l'ampleur de la transmission ne paraît pas dépendre de la phase du cycle. Contrairement aux résultats disponibles dans la littérature selon lesquels les banques répercutteraient de manière plus intense les hausses de taux de marché monétaire que les baisses, il semble que l'un des bénéfices attendus du passage à la monnaie unique, à savoir l'intensification de la concurrence au sein de l'Union monétaire, ait induit une transmission plus rapide que par le passé des baisses des taux directeurs aux taux bancaires, quelle que soit la phase du cycle.

Diverses pistes allant dans la voie d'une plus grande réactivité de l'économie française peuvent être explorées. Pour l'essentiel, ce sont des mesures permettant de réduire la part des liquidités à taux réglementés ou de faire dépendre davantage leur rémunération de l'évolution des taux directeurs qui sont de nature à améliorer les canaux de transmission. L'existence d'une grille de taux réglementés apparaît en effet comme l'anomalie principale qui demeure au regard de la bonne transmission à notre économie des impulsions de la politique monétaire unique

Bibliographie

De Bondt (G.) (2002) : « *Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level* », Banque centrale européenne, *document de travail*, n° 136, avril

Donnay (M.) et Degryse (H.) (2002) : « *Bank lending rate pass-through and differences in the transmission of a single EMU monetary policy* », *document de travail DPS 01/17*

Engel (R. F.) et Granger (C. W. J.) (1987) : « *Co-integration and error correction representation, estimation and testing* », *Econometrica*, mars, pages 251-276

Grunspan (T.) et Pfister (C.) (1999) : « *Some implications of bank restructuring for French monetary policy* », BRI, *Conference Papers*, Vol. 7, mars, pages 188-207

Hofmann (B.) (2000) : « *EMU and the Transmission of Monetary Policy: Evidence from Business Lending Rates* », ZEI, Université de Bonn

Hofmann (B.) et Mizen (P.) (2004) : « *Interest Rate Pass-Through and Monetary Transmission: Evidence from Individual Financial Institutions' Retail rates* », *Economica*, n° 71, pages 99-123

Mishkin (F. S.) (1996) : « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 27, mars

Mojon (B.) (2000) : « *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy* », Banque centrale européenne, *document de travail* n° 40, novembre

Neuark (D.) et Sharpe (S.) (1992) : « *Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market of consumer deposits* », *Quarterly Journal of Economics*, n° 107(2), mai, pages 657-680

Annexe

Comparaison des résultats obtenus à d'autres estimations

Tableau A.1

Crédit à l'immobilier

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Hofmann (2000)	1979-2000	Court terme	0,16 (nd)	0,21 (nd)
		Long terme	1,00 (nd)	1,00 (ns)
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,41 (nd)	0,35 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	Nd	0,27 (nd)
		Long terme	Nd	0,41 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,46 (0,05)
		Long terme	Nd	1,04 (0,09)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	0,06 (0,03)	0,19 (0,05)
		Long terme	0,57 (0,02)	0,75 (0,04)
	1999-2003	Court terme	0,07 (0,10)	0,42 (0,11)
		Long terme	0,50 (0,03)	0,70 (0,06)

Tableau A.2

Crédit à court terme aux entreprises

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Hofmann (2000)	1979-2000	Court terme	0,43 (nd)	0,54 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,71 (nd)	0,61 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	0,43 (nd)	0,58 (nd)
		Long terme	0,75 (nd)	0,74 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,19 (0,07)
		Long terme	Nd	0,88 (0,05)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	0,08 (0,06)	0,31 (0,06)
		Long terme	0,79 (0,03)	0,83 (0,04)
	1999-2003	Court terme	0,48 (0,13)	0,39 (0,12)
		Long terme	0,77 (0,03)	0,65 (0,04)

Tableau A.3

Crédit à long terme aux entreprises

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,42 (nd)	0,37 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	0,23 (nd)	0,54 (nd)
		Long terme	0,50 (nd)	0,67 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,55 (0,08)
		Long terme	Nd	0,80 (0,10)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	0,04 (0,04)	0,31 (0,07)
		Long terme	0,72 (0,03)	0,56 (0,06)
	1999-2003	Court terme	0,43 (0,13)	0,46 (0,14)
		Long terme	0,66 (0,05)	0,63 (0,09)

Tableau A.4
Dépôts à terme

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	Nd	0,11 (nd)
		Long terme	Nd	1,00 (ns)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,47 (0,05)
		Long terme	Nd	0,65 (0,02)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	Ns	0,27 (0,04)
		Long terme	Ns	0,68 (0,03)
	1999-2003	Court terme	Ns	0,49 (0,09)
		Long terme	Ns	0,59 (0,07)

Tableau A.5
Dépôts d'épargne

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	Nd	0,11 (nd)
		Long terme	Nd	1,00 (ns)
Présente étude	1986-1998	Court terme	0,01 (0,01)	0,10 (0,04)
		Long terme	0,12 (0,01)	0,34 (0,02)
	1999-2003	Court terme	- 0,14 (0,13)	0,09 (0,08)
		Long terme	0,04 (0,04)	0,17 (0,11)

nd : non disponible

ns : non sens

L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro

Le regain d'intérêt récent pour le concept de taux d'intérêt « naturel », introduit par Wicksell au début du XX^e siècle, a suscité un vaste débat sur la définition adéquate de ce niveau d'équilibre du taux d'intérêt réel, la méthodologie d'estimation la plus pertinente et les débouchés opérationnels pour la politique monétaire. En théorie, l'écart de taux d'intérêt réel, défini comme l'écart entre le niveau effectif du taux réel de court terme et son niveau « naturel », constitue un indicateur pertinent pour apprécier l'orientation de la politique monétaire. En pratique, compte tenu des divergences entre mesures se réclamant d'approches méthodologiques différentes et de l'incertitude qui entoure les estimations de cette variable inobservable qu'est le taux d'intérêt « naturel », il serait toutefois abusif de préconiser la référence à une estimation du taux réel d'équilibre pour fonder les décisions de politique monétaire.

Parmi les approches possibles pour l'estimation, une méthode « semi-structurelle » combinant le recours à un filtre statistique, le filtre de Kalman, et la référence à un petit modèle simple de l'économie, présente un intérêt particulier dans la mesure où elle privilégie une définition du taux d'intérêt « naturel » orientée vers la stabilité des prix à moyen terme et autorise la prise en compte de fluctuations lentes du taux réel d'équilibre. Cet article montre que de telles estimations « semi-structurelles » du taux d'intérêt neutre du point de vue de la stabilité des prix peuvent au minimum fournir un outil valable, en complément d'autres indicateurs, pour une évaluation rétrospective de la politique monétaire.

Cette méthode est illustrée pour la zone euro, avec des résultats qui autorisent un diagnostic sur l'évolution du taux réel d'équilibre, d'une part, et l'orientation passée de la politique monétaire dans la zone euro grâce à la construction d'un écart de taux d'intérêt réel, d'autre part¹.

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

¹ Cet article s'appuie largement sur l'étude de Mésonnier et Renne (2004) parue en *Notes d'études et de recherches* de la Banque de France, dont il constitue une présentation non technique.

Dans la plupart des pays industrialisés, les banques centrales influent sur l'activité et les prix à la consommation en fixant le taux d'intérêt de leurs prêts à court terme aux banques commerciales. Dans la zone euro, le principal taux d'intérêt contrôlé directement par la Banque centrale européenne (BCE), ou taux directeur, est ainsi le taux minimal des opérations principales de refinancement, ou taux *repo*. Par un effet de diffusion le long de la courbe des taux d'intérêt et entre marchés de la dette, la politique monétaire exerce aussi une influence sur les taux d'intérêt de marché ainsi que sur les taux d'intérêt des crédits intermédiaires à court, moyen et long termes. Cette influence est néanmoins de moins en moins directe et sensible au fur et à mesure que l'échéance des contrats de dette s'éloigne dans le temps.

En ce qui concerne les décisions de consommation, d'épargne ou d'investissement, les économistes considèrent généralement que ce sont non pas les taux d'intérêt nominaux qui sont déterminants, mais les taux d'intérêt dits réels, c'est-à-dire déflatés de la progression anticipée des prix à la consommation². Le taux d'intérêt réel correspond au rendement en termes réels d'un investissement, c'est-à-dire indépendamment des fluctuations des prix des biens et services entre la date du prêt des fonds et celle de leur remboursement. Dans la mesure où les prix et les anticipations de prix des biens et des services, ainsi généralement que les salaires, présentent une certaine rigidité — ils ne s'ajustent que lentement en termes agrégés aux chocs subis par l'économie —, les modifications de taux d'intérêt nominaux induites par la politique monétaire se traduisent également par une modification des taux d'intérêt réels de court, moyen, voire long termes. Elles affectent ainsi, *via* les décisions de consommation et d'investissement, la demande et l'offre globales : c'est le fondement du canal de transmission de la politique monétaire dit « des taux d'intérêt ». On comprend donc que les banques centrales se soucient d'apprécier comment le niveau des taux d'intérêt réels constatés, sur les marchés ou auprès des banques, se situe par rapport à un niveau de référence qui correspondrait à une situation d'équilibre de l'économie, soit de neutralité de la politique monétaire.

Cette double question de l'identification d'un niveau de taux d'intérêt réel neutre, aussi désigné dans la littérature comme taux d'intérêt réel d'équilibre ou taux d'intérêt « naturel »³, et de son rôle de référence pour la politique monétaire est une question ancienne : elle remonte au moins à la contribution de l'économiste suédois Knut Wicksell, il y a plus d'un siècle. Selon les termes de Wicksell, il existe « un certain taux d'intérêt des prêts qui est neutre par rapport aux prix des biens et tend ni à les augmenter ni à les baisser » (cf. 1936 [1898], page 102). Dans cette perspective, le maintien de la stabilité des prix dépend pour Wicksell de la capacité de la banque centrale à aligner le taux d'intérêt (réel) du crédit bancaire sur ce niveau « naturel » du taux d'intérêt, lequel fluctue en fonction des divers chocs qui affectent la productivité du capital physique.

² En effet, dans une perspective macroéconomique standard, on suppose que les agents économiques s'intéressent au pouvoir d'achat des flux monétaires en termes de biens et services.

³ Le niveau supposé d'équilibre du taux d'intérêt réel n'a évidemment rien de naturel, pas plus que le concept de taux de chômage naturel auquel il est relié d'un point de vue théorique (Milton Friedman, qui a introduit ce dernier, l'a ainsi fait en se référant explicitement au concept de taux d'intérêt naturel wicksellien), dans la mesure où son appréciation est toujours contingente à une certaine modélisation de l'économie. L'utilisation des guillemets, qui se justifierait tant pour rappeler l'historicité du concept que pour mettre en garde contre son interprétation « naturaliste », ne sera pas systématique dans la suite pour ne pas alourdir le texte, mais demeure en tout état de cause implicite.

Le concept de taux d'intérêt « naturel » a bénéficié d'un regain d'attention au cours de la période récente, sous l'impulsion notable des travaux théoriques de Michael Woodford (2003), de l'Université de Princeton, et du cadre d'analyse « néo-wicksellien » de la politique monétaire qu'il a élaboré. Bien que la définition précise du concept de taux d'intérêt « naturel » dépende de la stratégie d'estimation retenue et ne fasse donc pas consensus, on entend souvent par taux d'intérêt « naturel » le niveau du taux d'intérêt réel de court terme compatible à moyen terme — *i.e.* après dissipation des effets des chocs transitoires de demande et d'offre — avec un PIB égal à son niveau potentiel et une inflation stable.

L'écart entre le taux réel de court terme « observé » et son niveau « naturel » constitue ainsi en théorie un indicateur privilégié d'orientation de la politique monétaire. Les banques centrales l'ont bien perçu : elles ont multiplié les publications relatives aux questions d'évaluation du taux réel d'équilibre au cours des toutes dernières années, qu'il s'agisse de présentations destinées au grand public ou de travaux de recherches de type académique⁴.

Dans une première partie, cet article présente la question de la mesure du taux d'intérêt réel et de son niveau d'équilibre, en montrant successivement l'intérêt et les limites de différentes approches, des mesures statistiques les plus intuitives, comme le calcul de moyennes de long terme, aux approches structurelles s'appuyant sur des modèles d'équilibre général micro-fondés. Une approche hybride, qualifiée de semi-structurelle et qui paraît mieux correspondre à l'horizon pertinent pour la politique monétaire est illustrée dans la deuxième partie, qui présente les résultats d'une estimation du taux naturel pour la zone euro.

1. Taux d'intérêt réel et taux d'intérêt « naturel » : les différentes approches

1.1. Le taux d'intérêt réel : une question de mesure

La recherche du niveau d'équilibre du taux d'intérêt réel impose en pratique de s'accorder sur la mesure du taux d'intérêt réel pertinent. La question est moins simple qu'il n'y paraît dans la mesure où le taux d'intérêt réel, qui correspond à un rendement anticipé compte tenu de l'inflation anticipée, n'est pas directement observable. Pour le mesurer, on dispose, d'une part, de différents taux d'intérêt nominaux à plus ou moins longue échéance cotés sur des marchés, comme le taux des prêts interbancaire à 3 mois ou le taux de rendement des obligations d'état à 10 ans, et, d'autre part, de différentes mesures de l'inflation courante, en termes de prix à la consommation ou à la production, ainsi que d'évaluations, parcellaires, des anticipations d'inflation du secteur privé.

⁴ Pour des exemples de présentations à destination d'un public large, cf. par exemple BCE (2004), Christensen (2002) pour la Banque du Danemark, Williams (2003) pour la Réserve fédérale de San Francisco ou le discours récent du vice-président de la Réserve fédérale américaine, Roger Ferguson (2004). Les contributions de type académique proviennent essentiellement de l'Eurosystème (Clark et Kozicki – 2004 ; Crespo-Cuaresma, Gnan et Ritzberger-Gruenewald – 2003 ; Giannaroli et Valla – 2003, Manrique et Marqués – 2004, Mésonnier et Renne – 2004 ; notamment), de la Banque d'Angleterre (Neiss et Nelson – 2001 ; Larsen et McKeown – 2004), de la Réserve fédérale américaine (Laubach et Williams – 2003, diffusé initialement comme document de travail du Système fédéral de réserve) ainsi que de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (Basdevant, Björksten et Karagedikli – 2004).

Des choix sont donc requis, tant pour le taux d'intérêt retenu que pour le déflateur utilisé. Si un taux à long terme peut être préféré en théorie parce qu'il correspond à l'horizon pertinent des décisions d'investissement, il présente l'inconvénient d'être affecté par les fluctuations de primes de liquidité et de risque de crédit qui peuvent brouiller la perception du niveau d'équilibre. De plus, du point de vue de la politique monétaire, la recherche du niveau d'équilibre d'un taux réel de court terme fait davantage sens dans la mesure où la banque centrale est en mesure de déterminer son niveau à l'horizon de quelques mois, voire quelques trimestres, alors que son influence sur le niveau du taux réel à long terme est entourée d'une incertitude beaucoup plus grande.

Le choix du déflateur débouche sur la distinction entre une mesure dite *ex post* du taux d'intérêt réel visé, lorsque le taux nominal est corrigé de l'inflation courante, et une mesure dite *ex ante*, lorsqu'une mesure de l'inflation anticipée est utilisée. S'il est admissible de déflater un taux nominal à très court terme par l'inflation courante, cette approximation perd de sa légitimité au fur et à mesure que le terme du contrat de prêt auquel est associé le taux d'intérêt s'éloigne dans le temps. Elle peut, en particulier, s'avérer trompeuse même sur des échéances courtes, lors d'épisodes de changement rapide du rythme d'inflation. Elle est très critiquable s'agissant des taux d'intérêt à long terme.

La suite de cet article se concentre sur l'évolution du taux réel de court terme dans la zone euro (qui correspond à l'actuel Euribor à 3 mois). L'estimation d'un taux « naturel » variable par une approche semi-structurelle présentée dans la deuxième section s'appuie sur une mesure du taux réel *ex ante* qui est établie à partir d'une estimation des anticipations à un trimestre de l'inflation trimestrielle annualisée. Cette mesure s'avère assez proche de l'inflation réalisée *ex post* exprimée en glissement annuel.

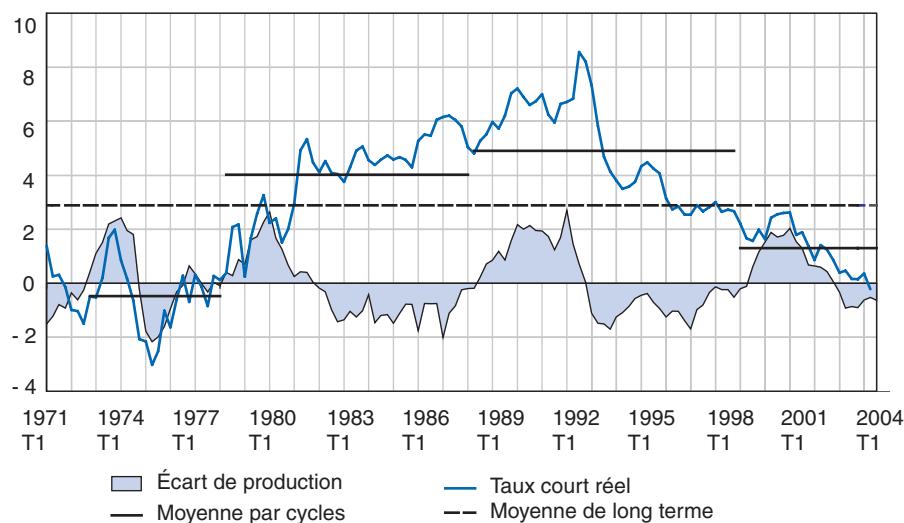
1.2. Moyennes historiques et niveau d'équilibre du taux réel : les fausses évidences

Une première façon simple de mesurer le niveau d'équilibre du taux d'intérêt réel de court terme peut être de calculer une moyenne du taux réel *ex post* sur une période adéquate, soit très longue, ce qui revient à postuler que la moyenne historique correspond à un niveau tendanciel dicté par des facteurs structurels (croissance de la population, tendance de la productivité des facteurs, etc.), soit plus courte, mais correspondant à un ou deux cycles économiques, de façon à limiter l'impact des fluctuations cycliques imputables aux « chocs transitoires ». Ces estimations peuvent fournir un ordre de grandeur utile pour apprécier la vraisemblance d'estimations résultant de techniques plus complexes, mais elles présentent des inconvénients majeurs, du fait de la variabilité du taux d'intérêt réel sur longue période et de l'existence de ruptures structurelles et de changements de régimes de politique monétaire invalidant l'hypothèse d'une égalité entre moyenne de long terme et niveau d'équilibre actuel du taux réel.

Le taux d'intérêt réel de court terme dans la « zone euro » — telle que l'on peut la percevoir à partir de séries agrégées reconstituées pour la période antérieure à 1999 — a connu de fortes fluctuations au cours des dernières décennies (cf. graphique 1), alors que le cadre institutionnel et l'orientation des politiques économiques en Europe continentale ont profondément évolué. La BCE (2004) distingue ainsi quatre grandes phases depuis le début des années cinquante : une première période couvrant les années cinquante et soixante marquée par des oscillations du taux réel de court terme entre – 2 % et 4 %, dans un contexte de contraintes réglementaires fortes limitant la mobilité des capitaux et de volatilité de l'inflation ; une deuxième période de taux réels largement négatifs entre le premier choc pétrolier de 1973 et le début des années quatre-vingt ; une troisième période de remontée des taux réels, dominée par une désinflation rapide dans plusieurs pays largement imputable à l'adoption de politiques monétaires désinflationnistes dans le sillage de la politique monétaire américaine de « l'ère Volcker » ; enfin, depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, le retour à des niveaux de taux réels de l'ordre de 2 % à 3 %, dans le contexte d'une stabilisation des taux d'inflation en Europe à un niveau modéré et du desserrement de la politique monétaire rendu possible par le nouvel environnement de stabilité monétaire associé à la mise en place de l'euro. Dans ce contexte, le taux d'intérêt réel moyen constaté sur longue période (depuis la fin de la seconde guerre mondiale) ne paraît guère en mesure de fournir une indication pertinente sur le niveau du taux « naturel » dans la zone euro aujourd'hui.

Graphique 1
Taux à trois mois réel ex post, moyenne sur le cycle
et moyenne de long terme dans la zone euro reconstituée

(en %)



NB : Taux du marché interbancaire à trois mois déflaté par l'inflation courante en glissement annuel. Cycles identifiés à l'aune d'un écart de production estimé par extraction de la tendance du PIB à l'aide d'un filtre HP (coefficients de lissage lambda = 7000). La moyenne de « long terme » correspond à la période 1971-2004.

Source : BCE

Calculs : Banque de France

L'estimation du taux « naturel » par moyennes historiques se fait également fréquemment sur des périodes correspondant à un ou deux cycles économiques, les chocs idiosyncratiques positifs et négatifs affectant le taux d'intérêt et l'inflation étant censés se compenser en moyenne sur la durée d'un cycle d'activité. Toutefois, outre qu'il est difficile de déterminer précisément le début et la fin d'un cycle, cette mesure ne permet pas de s'affranchir de l'impact de changements possibles dans la tendance de l'inflation et le régime de politique monétaire en vigueur. Le graphique ci-dessus montre ainsi que le taux réel *ex post* moyen au court du cycle économique a fortement fluctué d'un cycle à l'autre depuis le début des années soixante-dix, ce qui suggère, d'une part, que d'importants changements structurels n'ont pas été correctement pris en compte et, d'autre part, que le taux réel d'équilibre de court terme a probablement lui aussi fortement fluctué au cours des trente dernières années. Les limites des approches purement statistiques, flagrantes dans le cas simple de moyennes historiques, invitent dès lors à se tourner vers des approches plus structurelles.

1.3. Les enseignements de l'approche structurelle

Le regain d'intérêt pour le concept de taux d'intérêt « naturel » doit beaucoup aux travaux de Woodford (2003), qui propose d'analyser le comportement de cette variable de façon détaillée dans le cadre d'un modèle structurel d'équilibre général dynamique stochastique (modèle EGDS) dit « néo-keynésien » — *i.e.* comportant des éléments de rigidité des prix à court terme —, et de l'estimer sur la base d'une méthodologie popularisée notamment par Rotemberg et Woodford (1997)⁵. Dans le cadre de tels modèles, le taux d'intérêt naturel est le taux d'intérêt réel d'équilibre dans une économie idéale où les prix seraient complètement flexibles. En d'autres termes, le taux naturel correspond alors au taux réel de court terme, variable dans le temps, qui permet d'égaliser à chaque instant considéré le PIB potentiel — défini comme le niveau du PIB en l'absence de rigidité des prix — et la demande agrégée.

Sur la base d'un tel modèle structurel, il est alors possible de simuler une trajectoire du taux d'intérêt naturel. L'idée est d'appliquer à l'économie, résumée par le modèle, un scénario de chroniques de chocs sous hypothèse de prix flexibles et d'identifier alors la trajectoire du taux d'intérêt réel engendrée par le modèle à celle du taux d'intérêt « naturel ». Une approche de ce type a été mise en œuvre sur données britanniques par Neiss et Nelson (2001) et sur données de la zone euro par Smets et Wouters (2003), et Giannmarioli et Valla (2003).

Le recours à un modèle structurel détaillé pour estimer le taux d'intérêt « naturel » de l'économie présente certains avantages par rapport à l'emploi de méthodes purement statistiques, comme des calculs de moyenne ou divers filtres univariés⁶, voire de méthodes semi-structurelles comme celle que nous développons plus loin.

⁵ Pour une présentation simple de cette méthodologie et de son application à l'estimation du taux d'intérêt naturel, cf. Giannmarioli et Valla (2004)

⁶ Les filtres univariés les plus communément utilisés sont le filtre de Hodrick-Prescott et le filtre passe-bande de Baxter et King. Ces filtres extraient d'une série temporelle les fluctuations correspondant à une partie de son spectre de fréquences. Ils n'utilisent pas d'autre information que celle que contient la série elle-même, d'où la qualification « d'univariés ».

En premier lieu, une approche structurelle permet d'identifier, dans certaines limites qui sont celles du degré de sophistication du modèle sous-jacent, l'origine des chocs qui induisent les fluctuations du taux réel d'équilibre, ce qui fournit les moyens d'une interprétation théorique des paramètres à estimer. En second lieu, une approche structurelle permet de calculer des règles de politique monétaire répondant à certains critères précis d'optimalité et de comparer, dans le cadre de l'économie résumée par le modèle, le niveau de bien-être social associé à différentes règles possibles.

Toutefois, outre la complexité de sa mise en œuvre et l'arbitraire inhérent à tout choix de modélisation structurelle⁷, plusieurs éléments limitent l'intérêt pratique de cette approche pour la conduite de la politique monétaire. Tout d'abord, même dans les travaux présentant le degré le plus élevé de sophistication en termes de nombre de chocs admissibles de nature différente ou de techniques d'estimation des paramètres clefs (cf. par exemple Smets et Wouters, 2003), un certain nombre de ces derniers doit être calibré de façon *ad hoc*, ce qui réduit nécessairement la généralité des résultats. L'article de Smets et Wouters met par ailleurs en évidence le rôle crucial de l'appréciation portée sur la nature des chocs, élément de jugement qui implique des résultats très différents en termes de taux d'intérêt « naturel » estimé : ainsi un choc de prix ou de salaires peut être vu comme le symptôme d'inefficacités dans l'économie (neutres pour l'estimation du taux « naturel ») ou la manifestation d'une modification des préférences des agents (qui affecte au contraire le taux d'intérêt « naturel »). Ensuite, le taux d'intérêt « naturel » estimé par une approche structurelle vise, par définition, à fournir une référence pour la fixation à très court terme du taux directeur de la banque centrale, alors que les banquiers centraux seraient plutôt à la recherche d'une référence de taux réel à un horizon de moyen terme correspondant à l'horizon de leur objectif de stabilité monétaire. Réagissant à l'impact de divers chocs à chaque période, il apparaît d'ailleurs que le taux d'intérêt « naturel » estimé à partir d'une approche structurelle est souvent plus volatile que le taux réel *ex post* observé.

Ainsi, bien que des résultats prometteurs aient pu être obtenus en termes de contenu prédictif pour l'inflation future d'un écart de taux d'intérêt estimé sur la base d'un modèle structurel (cf. Neiss et Nelson – 2001, et Giammarioli et Valla – 2003), il paraît indispensable de compléter les enseignements théoriques tirés des approches structurelles par l'estimation de taux réels d'équilibre selon une approche hybride, statistique par nature mais intégrant néanmoins des éléments de structure et que nous appelons, faute de mieux « semi-structurelle ».

1.4. L'intérêt pratique d'une approche semi-structurelle

Sous l'impulsion de l'article fondateur de Laubach et Williams (2003), une partie de la littérature récente consacrée au taux d'intérêt naturel combine la référence aux équations de forme réduite d'un petit modèle macroéconomique simple — du type de ceux qui sont couramment utilisés aujourd'hui pour l'analyse des questions de politique monétaire — et la mise en œuvre d'un filtre statistique,

⁷ Le recours fréquent dans ces modèles à un mécanisme de fixation des prix des biens intermédiaires à la Calvo (1983) pour générer une viscosité des prix agrégés constitue par exemple un des choix théoriques les plus débattus.

le filtre de Kalman, pour estimer des variables inobservables comme le taux d'intérêt « naturel », l'écart de production ou le taux de chômage « naturel »⁸. À la différence de l'approche structurelle, qui met l'accent sur ce que Laubach et Williams (2003) désignent comme la composante des « fluctuations à haute fréquence » du taux d'intérêt naturel, cette approche semi-structurelle s'intéresse aux évolutions de moyen terme, le taux naturel étant défini comme le taux réel de court terme compatible avec un écart de production nul et une inflation stable à un horizon de moyen terme. Bien que moins précise que la précédente, cette définition paraît plus facile à mettre en œuvre en pratique et correspond à la présentation du concept généralement retenue par les banques centrales (cf. BCE, 2004).

L'approche semi-structurelle d'estimation du taux d'intérêt naturel offre toutefois un compromis intéressant entre l'approche structurelle et les méthodes statistiques simples comme le filtre de Hodrick-Prescott. Certes, il serait abusif de préconiser la référence à une estimation du taux réel d'équilibre pour fonder les décisions de politique monétaire en temps réel. Mais des estimations « semi-structurelles » du taux d'intérêt naturel — ainsi que de l'écart de taux d'intérêt réel qui en dérive — peuvent fournir un outil valable pour l'évaluation rétrospective de l'orientation de la politique monétaire. En particulier, un avantage de cette méthode dans le cadre européen des dernières décennies est qu'elle s'accorde facilement de la présence de ruptures structurelles ou de changements de régime de politique économique au cours de la période étudiée, puisqu'elle autorise de larges fluctuations du PIB potentiel ou du taux d'intérêt naturel. En cela, elle contraste nettement avec l'approche structurelle qui s'appuie sur un modèle EGDS où les relations entre variables agrégées s'expriment comme des approximations linéaires autour d'un régime permanent déterministe et ne peuvent donc rendre compte d'éventuelles fluctuations à long terme de variables comme la productivité, la croissance potentielle ou le taux d'intérêt réel d'équilibre.

2. Une estimation semi-structurelle du taux d'intérêt « naturel » dans la zone euro

2.1. Présentation de la méthode d'estimation

Cette partie résume la méthodologie et les résultats d'une estimation du taux d'intérêt naturel dans la zone euro depuis 1979 qui reprend, avec quelques modifications, l'approche semi-structurelle proposée initialement par Laubach et Williams (2003) pour les États-Unis⁹. Compte tenu de la brève existence de la zone euro et de la nécessité de disposer de séries longues pour l'estimation économétrique, l'étude recourt à des séries historiques pour la zone euro reconstituées par la BCE et couvrant les trois dernières décennies du XX^e siècle¹⁰.

⁸ Pour des exemples récents, cf. Orphanides et Williams (2002), Crespo-Cuaresma *et al.* (2003), Basdevant *et al.* (2004), Manrique et Marqués (2004), Mésonnier et Renne (2004).

⁹ Cf. Mésonnier et Renne (2004) pour une présentation technique plus détaillée. L'étude originale portait sur la période qui va du premier trimestre 1979 au deuxième trimestre 2002. Les séries ont été actualisées jusqu'au troisième trimestre 2004 pour les graphiques de cette présentation.

¹⁰ Base de données « AWM » établie par Fagan, Henry et Mestre et mise à disposition par la BCE sur son site internet.

Spécifications du modèle et estimation

Le modèle spécifié pour guider l'estimation simultanée du taux d'intérêt naturel et de l'écart de production par le filtre de Kalman est proche des modèles proposés par Laubach et Williams (2003) et Rudebusch et Svensson (1998), la principale divergence portant sur la dynamique postulée pour le taux d'intérêt naturel r^* , que nous supposons stationnaire. Pour mémoire, une façon intuitive de décrire une série stationnaire consiste à dire qu'elle ne connaît pas de dynamique explosive à long terme, ou, en d'autres termes, qu'elle oscille toujours autour d'une moyenne finie et indépendante du temps. La stationnarité du taux d'intérêt naturel correspond techniquement à une valeur du paramètre ψ de l'équation (5) ci-dessous inférieure à l'unité (la valeur estimée est en fait 0,9). Le modèle comprend donc six équations :

$$\left\{ \begin{array}{l} (1) \pi_{t+1} = \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 \pi_{t-1} + \alpha_3 \pi_{t-2} + \beta Z_t + \varepsilon_t^\pi \\ (2) Z_{t+1} = \Phi_1 Z_t + \Phi_2 Z_{t-1} + \lambda (1+L)(i_t - E_t(\pi_{t+1}) - r_t^*) + \varepsilon_t^Z \\ (3) r_t^* = \mu_r + \theta_r a_t \\ (4) \Delta y_t^* = \mu_y + \theta_y a_t + \varepsilon_t^y \\ (5) a_{t+1} = \psi a_t + \varepsilon_t^a \\ (6) y_t = y_t^* + Z_t \end{array} \right.$$

où π , i , y , z , Δy^* représentent l'inflation, le taux d'intérêt nominal de court terme, le PIB, l'écart de production et le taux de croissance potentielle (trimestriel). Les quatre innovations ε_t^i apparaissant dans les équations (1), (2), (4) et (5) sont supposées indépendantes et gaussiennes. Le choix du nombre de retards dans les équations (1) et (2) a été déterminé par la significativité du dernier retard inclus. Les paramètres des retards de l'inflation dans l'équation (1) sont supposés sommer à l'unité, contrainte linéaire validée par un test statistique lors de l'estimation. Ceci signifie que, dans le modèle, l'inflation est caractérisée par une dynamique « accélérationniste » et ne dépend que de facteurs nominaux à long terme. On peut relever enfin que deux retards de l'écart entre le taux d'intérêt réel ex ante et le taux d'intérêt naturel sont retenus dans l'équation (2) comme dans le modèle de Laubach et Williams, avec la même semi-élasticité (paramètre λ), contrainte dictée par les difficultés concrètes d'estimation de ce paramètre.

Du point de vue de l'interprétation économique, la première équation peut être lue comme une courbe d'offre agrégée ou une « courbe de Phillips », tandis que la seconde correspond à la forme réduite d'une équation de demande agrégée ou « courbe IS ». L'écart de production, qui caractérise un excès de demande agrégée par rapport à l'offre agrégée y , dépend a priori négativement de l'écart de taux d'intérêt réel, ce qui permet d'introduire une première contrainte structurelle dans l'estimation du taux d'intérêt naturel. Les équations (3) à (5) expriment l'intuition économique selon laquelle le taux d'intérêt naturel évolue comme les fluctuations de basse fréquence de la croissance potentielle, ce qui constitue une deuxième contrainte structurelle pour le taux d'intérêt naturel. Cette intuition peut être expliquée par une analogie avec le modèle de croissance optimale néo-classique, qui met en relation le long d'un sentier de croissance équilibré le taux d'intérêt réel d'équilibre et le taux de croissance du PIB par habitant :

$$r_t^* = \theta \cdot g + \rho$$

où θ représente l'inverse de l'élasticité intertemporelle de substitution des consommateurs et ρ leur taux de préférence pour le présent. On peut noter que ce paramètre θ est analogue dans notre modèle au ratio θ_r / θ_y .

La dynamique de l'inflation peut être affectée, outre les effets d'excès de demande, par des chocs d'offre (sur les coûts), et celle de l'écart de production, outre les effets de la politique monétaire, par des chocs de demande. On note que la banque centrale, dont la fonction de réaction demeure ici implicite, agit sur l'inflation indirectement via l'écart de production avec un retard de deux trimestres. Dans ce modèle, une inflation stable correspond, après dissipation des effets de chocs temporaires éventuels, à une situation de croissance équilibrée et d'écart de taux d'intérêt réel nul. Par conséquent,

.../...

le taux d'intérêt naturel évalué à l'aide de ce modèle correspond conceptuellement à un « taux d'intérêt n'accélérant pas l'inflation » ou *NAIRI* (pour non-accelerating-inflation rate of interest), par analogie au *NAIRU*, acronyme désignant généralement le taux de chômage « naturel » ou structurel. Il importe enfin de relever du point de vue de la théorie économique que ce modèle, qui ne fait dépendre l'inflation ou l'écart de production que de leurs valeurs passées et non des anticipations formées par les agents économiques quant à leurs valeurs futures, tombe potentiellement sous la célèbre « critique de Lucas », qui consiste à souligner que la stabilité d'équations de forme réduite de ce type dépend implicitement des anticipations des agents quant à la permanence des choix de politique économique et est donc susceptible d'être mise en cause si la période étudiée comporte des changements de régime de politique économique (monétaire en l'espèce). Toutefois, les modèles simples comme celui utilisé ici présentent certains avantages pratiques en termes d'estimation qui expliquent leur utilisation toujours fréquente dans les travaux d'évaluation empirique de la politique monétaire.

Le modèle est estimé à l'aide du filtre de Kalman. Ce filtre statistique est un algorithme récursif qui utilise l'information « structurelle » fournie par le modèle pour extraire les « tendances flexibles » des variables à filtrer (le taux d'intérêt réel et le PIB potentiel ici). Le filtre fournit les meilleurs estimateurs linéaires non-biaisés des variables inobservables ainsi qu'une mesure de l'incertitude qui entoure ces estimations ; comme le filtre fournit également une mesure de la vraisemblance statistique associée à un jeu donné de paramètres du modèle, il est possible d'estimer ces derniers par maximisation de la vraisemblance. Il convient de signaler que le filtre de Kalman peut être utilisé sous deux modalités différentes : en « filtrage » ou en « lissage ». Le filtrage réalise une estimation des séries inobservables qui n'utilise à chaque instant que l'information disponible antérieurement — i.e. les observations antérieures des séries utilisées — tandis que le lissage correspond au résultat d'un double filtrage, réalisé d'abord dans le sens chronologique puis à rebours du temps : il exploite donc aussi l'information postérieure à l'observation courante. Par nature, une estimation lissée est moins volatile qu'une estimation filtrée de la même variable ; elle tend également à précéder ses retournements. Dans le cas qui nous intéresse ici, les estimations filtrée et lissée du taux d'intérêt naturel s'avèrent relativement proches l'une de l'autre. Dans la mesure où cet article entend privilégier l'utilisation du taux naturel estimé pour un diagnostic rétrospectif sur l'orientation passée de la politique monétaire dans les pays de la zone euro, nous nous concentrerons dans la suite sur la présentation de la série obtenue par « lissage ».

L'estimation du modèle par le filtre de Kalman a imposé la calibration de deux ratios de paramètres, réglant la volatilité relative de l'écart de production et de la croissance potentielle, d'une part, et l'impact relatif du facteur dynamique commun au taux naturel et à la croissance potentielle sur l'amplitude des fluctuations de ces deux variables inobservables, d'autre part. Cette calibration s'est appuyée sur les valeurs proposées par la littérature, en exploitant l'analogie entre la spécification dynamique du taux naturel retenue ici et les modèles néo-classiques standard de croissance équilibrée, ainsi que sur les résultats de tests statistiques permettant de délimiter l'ensemble des couples de valeurs admissibles pour ces deux ratios (test du multiplicateur de Lagrange). Les ratios finalement retenus correspondent à une volatilité des chocs d'écart de production deux fois supérieure à celle des chocs affectant la croissance potentielle et à un taux d'intérêt naturel subissant les fluctuations lentes de la croissance potentielle avec un facteur d'amplification de l'ordre de quatre¹.

Des tests de robustesse montrent que les paramètres estimés ainsi que les séries de taux d'intérêt naturel et d'écart de production obtenus ne sont pas qualitativement affectés par le choix de ces ratios (cf. Mésonnier et Renne – 2004). En fin de compte, les paramètres ont le signe attendu et sont globalement significatifs. Les deux paramètres clefs de transmission de la politique monétaire, la pente de la courbe de Phillips et la semi-élasticité totale de l'écart de production à l'écart de taux d'intérêt réel présentent des valeurs (respectivement, 0,2 et – 0,12) dont l'ordre de grandeur correspond aux résultats des travaux similaires disponibles pour les États-Unis ou la zone euro. Leur significativité est enfin proche de celle des paramètres correspondants de l'étude de Laubach et Williams et peut être jugée satisfaisante.

¹ Pour une croissance potentielle trimestrielle et un taux réel exprimés en valeurs annualisées

Le modèle retenu comporte six équations qui relient les données (PIB, taux d'intérêt nominal de court terme et inflation) aux variables inobservables à estimer (taux d'intérêt naturel et écart de production) : deux équations représentant une courbe de demande agrégée ou « courbe IS » ainsi qu'une courbe d'offre agrégée ou « courbe de Philips » ; trois équations fixant la dynamique postulée respectivement pour le taux d'intérêt naturel, le taux de croissance potentiel du PIB et un facteur dynamique commun par hypothèse à ces deux variables ; enfin, une identité comptable exprimant l'écart de production en fonction du PIB et de son niveau potentiel (cf. encadré). Le modèle postulé est proche de celui de Laubach et Williams, mais il s'en écarte sur deux points importants. Tout d'abord, le processus inobservable qui capte les fluctuations lentes, supposées communes, du taux naturel et du taux de croissance potentiel est par hypothèse stationnaire, bien que fortement persistant comme le confirme l'estimation. Bien que l'hypothèse de non-stationnarité apparente puisse se concevoir sur un nombre d'observations relativement petit du point de vue des exigences habituelles de l'économètre, elle implique que la moyenne du taux d'intérêt naturel n'est pas définie, pas plus, dans le cadre proposé ici, que celle de la croissance potentielle de l'économie. Une hypothèse de stationnarité paraît donc susceptible de poser moins de difficultés d'interprétation économique des variables inobservables produites par l'estimation. En second lieu, le taux d'intérêt réel *ex ante* utilisé est obtenu sous hypothèse d'anticipations rationnelles en déflatant le taux nominal observé par une mesure de l'anticipation d'inflation à l'horizon d'un trimestre cohérente avec le modèle et le reste de l'estimation. L'anticipation d'inflation est donc endogène au modèle et non estimée séparément, par exemple à l'aide d'un petit modèle autorégressif de l'inflation comme cela est souvent fait. Ce modèle est estimé à l'aide du filtre de Kalman¹¹.

2.2. L'évolution du taux naturel sur longue période

Le graphique 2 présente la série estimée du taux d'intérêt naturel pour la zone euro. Il appelle plusieurs remarques.

En premier lieu, le taux d'intérêt réel d'équilibre de court terme présente d'amples fluctuations autour de sa moyenne de long terme, qui est de l'ordre de 3 % sur la période 1979-2004, pour atteindre un niveau de l'ordre de 1 % au troisième trimestre 2004¹². Ces fluctuations peuvent conduire à des écarts persistants entre le taux réel effectif et le niveau du taux réel neutre du point de vue de l'inflation. Ces résultats convergent qualitativement avec les appréciations des fluctuations du taux réel d'équilibre tirées des méthodes structurelles (par exemple Giammarioli et Valla, 2003). De ce fait, ils contribuent à justifier le rejet de méthodes purement statistiques, qu'il s'agisse de la moyenne ou de tendances flexibles extraites par des filtres univariés standard incapables de rendre compte de ces fluctuations¹³.

¹¹ Cf. l'encadré ci-dessus pour une description succincte, ainsi par exemple que Lemoine et Pelgrin (2003) pour une présentation pédagogique du filtre de Kalman et d'autres exemples d'application de cette technique.

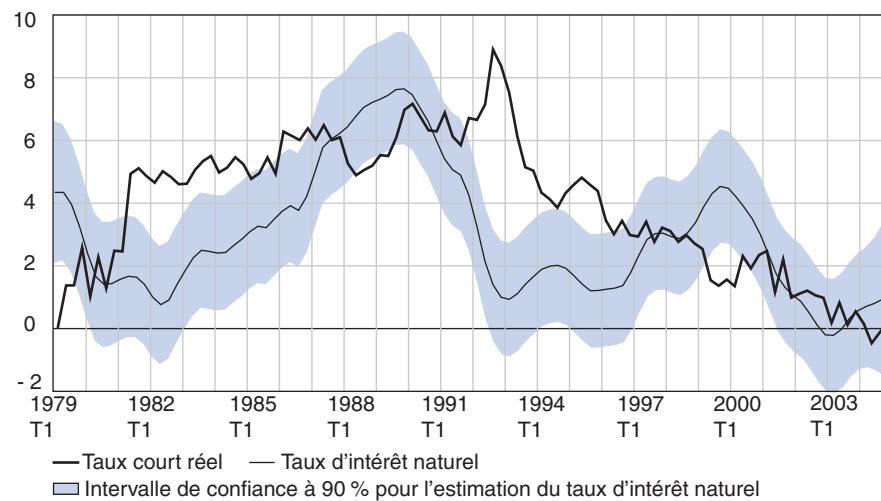
¹² Avec un intervalle de confiance large, de -1,5 % à +3,3 %

¹³ Cf. Mésonnier et Renne (2004) pour une comparaison du taux naturel estimé par le filtre de Kalman et les estimations produites à l'aide du filtre de Hodrick-Prescott et du filtre passe-bande de Baxter et King. Ces estimations de tendances s'avèrent en définitive très proches de la variable filtrée.

En deuxième lieu, le taux d'intérêt d'équilibre dans la zone euro semble s'être établi sur une tendance décroissante depuis la fin des années quatre-vingt. Compte tenu de nos spécifications, cette tendance décroissante qualifie également les fluctuations lentes du taux de croissance potentielle de l'économie de la zone euro depuis une quinzaine d'années. D'après les résultats de l'estimation, le taux de croissance potentiel de l'économie « eurolandaise » aurait atteint un maximum de 3,2 % en 1989 en termes annualisés et un minimum de 1,2 % fin 2002, niveau légèrement inférieur au précédent point bas de 1982 (environ 1,6 %). Ce diagnostic d'une diminution tendancielle de la croissance potentielle dans la zone euro est globalement cohérent avec les éléments empiriques dont on dispose sur l'évolution de la productivité dans les pays européens depuis le début des années quatre-vingt-dix. La croissance de la productivité du travail comme celle de la productivité globale des facteurs s'est, en effet, nettement ralentie dans les pays européens depuis une quinzaine d'années, phénomène attribué généralement à la fin, située au milieu de la décennie, du processus de rattrapage des niveaux de la productivité des États-Unis¹⁴.

Graphique 2
Taux d'intérêt naturel dans la zone euro reconstituée

(taux annualisé en %)



En dernier lieu, il convient de noter que le taux naturel estimé est entouré d'une incertitude importante¹⁵. Cette incertitude n'est pas surprenante, dans la mesure où elle est d'ampleur comparable à celle qu'obtiennent d'autres auteurs appliquant une méthode semi-structurelle à la zone euro ou à d'autres économies développées. Elle n'est pas non plus beaucoup plus importante que celle qui entoure les mesures

¹⁴ Cf. par exemple l'article du *Bulletin mensuel* de la BCE (2004) déjà cité ou le dossier « Productivité : analyses et comparaisons internationales » présenté dans le *Bulletin de la Banque de France* de janvier 2004 (notamment Lecat – 2004, et Maury et Pluyaud – 2004).

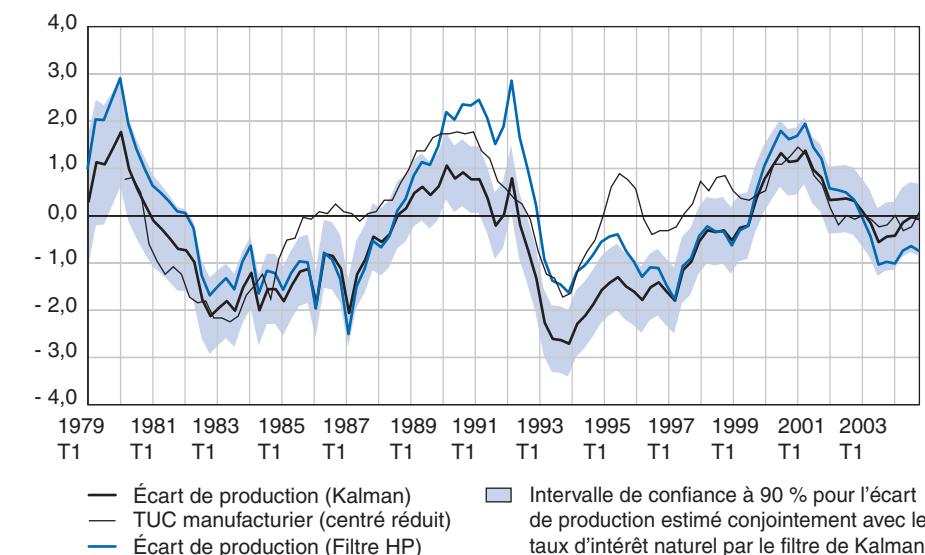
¹⁵ L'intervalle de confiance présenté ne couvre que l'incertitude liée au filtrage, pour un jeu de paramètres supposé connu avec certitude. L'incertitude liée à l'estimation des paramètres par maximum de vraisemblance peut être évaluée. Sa prise en compte induirait un doublement de l'intervalle de confiance. Dans l'optique qui est la nôtre ici, il paraît judicieux de ne prendre en considération que la première source d'incertitude, dans la mesure où elle permet d'identifier comme « significatifs » des épisodes historiques de forts écarts de taux qui font sens économiquement, tout en invitant à la prudence quant à un usage opérationnel des estimations pour la conduite de la politique monétaire en temps réel.

d'écart de production, autre variable dont les banquiers centraux ne peuvent se désintéresser malgré les limites inhérentes à son caractère « inobservable » (Clerc, 2002). Elle invite toutefois à la prudence dans l'utilisation à des fins opérationnelles du taux naturel estimé.

La méthode d'estimation permet d'obtenir une mesure de l'écart de production en plus de la mesure visée du taux d'intérêt naturel. L'écart de production estimé avec notre modèle pour la zone euro (graphique 3) met en évidence des périodes d'excès de demande autour des années quatre-vingt, quatre-vingt-dix et deux mille et des périodes d'excès d'offre au milieu des décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Les pics et les creux ainsi détectés correspondent grossièrement aux évaluations habituelles du cycle d'activité en Europe continentale au cours des deux dernières décennies, tout comme aux indications d'autres mesures, plus simples ou plus directes (filtre de Hodrick-Prescott, mesures du taux d'utilisation des capacités établies par Eurostat). Cette conformité de l'écart de production estimé aux attentes contribue à valider *ex post* la méthodologie adoptée et tend à renforcer la plausibilité de notre estimation du taux d'intérêt naturel, pour lequel nous disposons de moins de connaissances *a priori*.

Graphique 3
Différentes mesures du cycle dans la zone euro reconstituée

(en % du PIB potentiel pour les écarts de production)

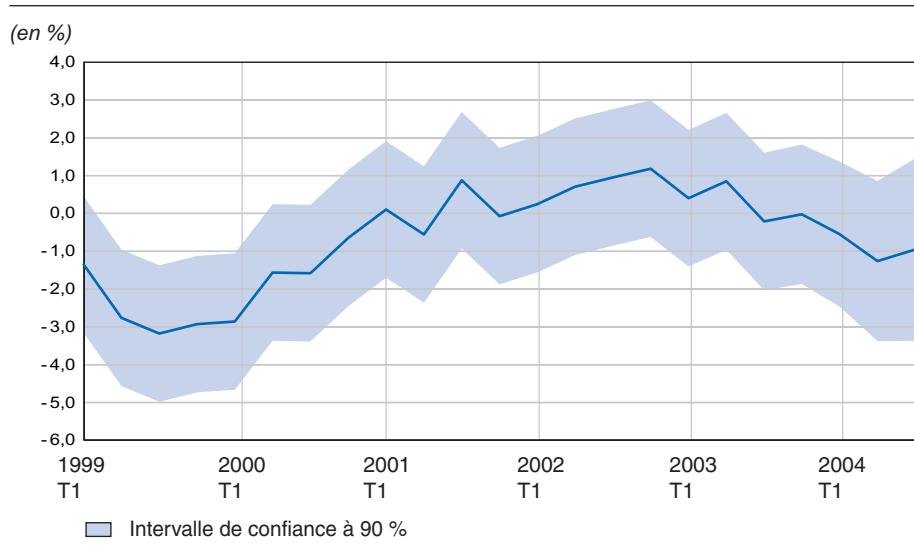


Source : Eurostat
Calculs : Banque de France

2.3. Écart de taux d'intérêt et analyse de la politique monétaire

Le graphique 4 présente l'évolution de l'écart de taux d'intérêt réel dans la zone euro depuis sa création en 1999. Un écart positif entre le taux réel effectif et le taux naturel estimé signifie que la politique monétaire vise un ralentissement de l'inflation par rapport à son niveau courant, tandis qu'un écart négatif signifie que la politique monétaire autorise une remontée de l'inflation. Par commodité de langage, on peut parler de politique monétaire restrictive et accommodante, respectivement. Toutefois, il est bon de garder à l'esprit que l'écart de taux réel dérivé de notre mesure du taux naturel comme « NAIRI » n'a d'implications qu'en termes de stabilisation de l'inflation. Rien n'est dit *a priori* sur le niveau de cet ancrage nominal.

Graphique 4
Écart de taux d'intérêt réel dans la zone euro



Depuis le deuxième trimestre 2000, l'écart de taux d'intérêt réel n'a pas été significativement différent de zéro, ce qui suggère une certaine neutralité de la politique monétaire de l'Eurosystème. Il ressort toutefois à environ – 1 % en deuxième partie de 2004, indice d'une politique monétaire plutôt accommodante, ce que semblent suggérer d'autres indicateurs comme les indices des conditions monétaires (ICM) ou les règles de Taylor¹⁶.

¹⁶ Cf. par exemple Frochen (1996) ou Mayes et Viren (2001) pour une introduction aux ICM, et Berg *et al.* (2004) pour une illustration de la façon dont des règles de politique monétaire simples de type Taylor peuvent être utilisées par les banques centrales comme élément d'analyse.

Le regain d'intérêt récent des théoriciens de la politique monétaire pour le concept de taux d'intérêt « naturel » introduit par Wicksell au début du XX^e siècle a suscité un vaste débat sur la définition adéquate de ce niveau d'équilibre du taux d'intérêt réel, la méthodologie d'estimation la plus pertinente et les débouchés opérationnels pour la politique monétaire. Parmi les approches concurrentes, une approche semi-structurelle combinant le recours à un filtre statistique, le filtre de Kalman, et la référence à un petit modèle simple de l'économie présente un intérêt particulier dans la mesure où elle privilégie une définition du taux d'intérêt « naturel » orientée vers la stabilité des prix à moyen terme et autorise la prise en compte de fluctuations lentes du taux réel d'équilibre qui font sens économiquement. Les résultats de cette méthode, appliquée à la zone euro reconstituée depuis 1979, autorisent un diagnostic intéressant sur l'évolution du taux réel d'équilibre au cours des dernières décennies et l'orientation passée de la politique monétaire.

Toutefois, la méthodologie employée ne permet pas d'identifier précisément l'origine des fluctuations constatées en termes de chocs structurels, ce qui limite son pouvoir normatif. Au-delà de son intérêt pour une analyse rétrospective de la politique monétaire, elle fournit une estimation du taux « naturel » entourée d'une incertitude, certes quantifiée, mais trop importante pour que l'écart de taux d'intérêt réel qui en découle puisse servir de guide à la politique monétaire en temps réel. Enfin, l'étude du contenu en information de cet écart de taux réel, encore peu abordée de façon rigoureuse dans la littérature empirique, doit encore être conduite. À l'issue d'une telle étude, il sera peut-être possible d'indiquer si l'écart de taux d'intérêt réel mérite de rejoindre la batterie d'indicateurs utiles aux décideurs de politique monétaire.

Bibliographie

Basdevant (O.), Björksten (N.) et Karagedikli (O.) (2004) : « *Estimating a time-varying neutral real interest rate for New Zealand* », Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, DP2004/01

Berg (C.), Jansson (P.) et Vredin (A.) (2004) : « *How useful are simple rules for monetary policy: the Swedish experience* », Banque centrale de Suède, *documents de travail* n° 169, août

Banque centrale européenne (2004) : « Le taux d'intérêt naturel dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, mai, pages 57-69

Calvo (G.) (1983) : « *Staggered prices in a utility-maximising framework* », *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), pages 383-98

Clark (T.-E.) et Kozicki (S.) (2004) : « *Estimating equilibrium real interest rates in real-time* », Banque fédérale d'Allemagne, *documents de réflexion*, série 1, n° 32/2004

Clerc (L.) (2002) : « PIB potentiel, écart de production et politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 103, juillet, pages 93-104

Christensen (A.M.) (2002) : « *The Real Interest Rate Gap: Measurement and Application* », Banque du Danemark, *documents de travail* n° 2002-6

Crespo-Cuaresma (J.), Gnan (E.) et Ritzbeger-Grunewald (D.) (2003) : « *Searching for the Natural Rate of Interest: a Euro-Area perspective* », Banque d'Autriche, *documents de travail* n° 84

Fagan (G.), Henry (J.) et Mestre (R.) (2001) : « *An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area* », Banque centrale européenne, *documents de travail* n° 42

Fergusson (R. W.) (2004) : « *Equilibrium real interest rate – theory and application, Remarks to the University of Connecticut School of Business Graduate Learning Center and SS&C Technologies Financial Accelerator* », Hartford, 29 octobre

Frochen (P.) (1996) : « Les indicateurs des conditions monétaires », *Bulletin de la Banque de France*, n° 30, juin, pages 98-111

Giammarioli (N.) et Valla (N.) (2003) : « *The natural real rate of interest in the euro area* », Banque centrale européenne, *documents de travail* n° 233

Giammarioli (N.) et Valla (N.) (2004) : « *The natural real interest rate and monetary policy: a review* », *Journal of Policy Modelling*, 26, pages 641-660

Larsen (J.D.J.) et McKeown (J.) (2004) : « *The informational content of empirical measures of real interest rate and output gaps for the United Kingdom* », Banque d'Angleterre, *documents de travail* n° 224

- Laubach (T.) et Williams (J.C.) (2003) : « *Measuring the Natural Rate of Interest* », *The Review of Economics and Statistics*, novembre, 85(4), pages 1063-1070
- Lecat (R.) (2004) : « La productivité du travail des grands pays industrialisés : la fin du rattrapage des États-Unis ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 121, janvier, pages 47-68
- Lemoine (M.) et Pelgrin (F.) (2003) : « Introduction aux modèles espace-état et au filtre de Kalman », *Revue de l'OFCE*, n° 86, juillet, pages 203-229
- Manrique (M.) et Marqués (J.E.) (2004) : « *An empirical approximation of the natural rate of interest and potential growth* », Banque d'Espagne, *documents de travail* n° 416
- Maury (T.P.) et Pluyaud (B.) (2004) : « Les ruptures de tendance de la productivité par employé de quelques grands pays industrialisés », *Bulletin de la Banque de France*, n° 121, janvier, pages 69-86
- Mayes (D.G.) et Viren (M.) (2001) : « *Financial conditions indexes* », Banque de Finland, *documents de travail* 17/01
- Mésonnier (J.-S.) et Renne (J.-P.) (2004) : « *A time-varying « natural » rate of interest for the Euro area* », Banque de France, *Notes d'études et de recherche* n° 115, septembre
- Neiss (K.S.) et Nelson (E.) (2001) : « *The real interest rate gap as an inflation indicator* », CEPR, *documents de travail*, n° 2848
- Orphanides (A.) et Williams (J.C.) (2002) : « *Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates* », *Brookings Papers on Economic Activity* 2(2002), pages 63-145
- Rudebusch (G.D.) et Svensson (L.E.O.) (1998) : « *Policy Rules for Inflation Targeting, National Bureau of Economic Research* », *documents de travail*, n° 6512
- Rotemberg (J.J.) et Woodford (M.) (1997) : « *An optimization-based framework for the evaluation of monetary policy* », (B. S.) Bernanke & (J. J.) Rotemberg (éditeurs), *NBER Macroeconomic annual* 1997, MIT Press
- Smets (F.) et Wouters (R.) (2003) : « *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area* », *Journal of the European Economic Association*, septembre, 1, 5, pages 1123-1175
- Taylor (J.B.) (1993) : « *Discretion versus policy rules in practice* », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pages 195-214
- Wicksell (K.) (1936) [1898] : « *Interest and Prices* », London: Macmillan, traduction par Kahn (R.F.)
- Williams (J.C.) (2003) : « *The Natural Rate of Interest* », Réserve fédérale de San-Francisco, *Economic Letter*, n° 2003-32
- Woodford (M.) (2003) : « *Interest and Prices* », Princeton University Press

Le coût du crédit aux entreprises

Valérie TALLARITA
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Éléments méthodologiques

L'enquête sur le coût du crédit aux entreprises est réalisée chaque premier mois du trimestre auprès d'un échantillon de guichets d'établissements bancaires ayant leur activité en Métropole.

L'enquête prend en compte les crédits nouveaux accordés aux sociétés non financières ainsi qu'aux entrepreneurs individuels lorsque l'usage du prêt est professionnel. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, le montant du crédit est recalculé pour correspondre au total du financement reçu par l'entreprise ou l'entrepreneur individuel.

Au sein d'une catégorie de crédits, pour une tranche de montant considéré, le taux moyen est calculé suivant une moyenne simple des taux d'intérêt effectifs de chaque opération. Le taux moyen toutes tranches confondues est issu d'une moyenne des taux par tranche pondérée par le cumul des montants de chaque tranche.

L'enquête actuelle exploite 20 378 déclarations portant sur le mois de janvier 2005.

En janvier 2005, les conditions débitrices appliquées aux crédits nouvellement accordés aux entreprises ont enregistré des évolutions contrastées suivant les catégories de crédits et les tranches de montants considérés.

Comme le trimestre précédent, celles qui s'appliquent à l'escompte s'inscrivent à nouveau en hausse (+ 19 points de base). Cette augmentation concerne plus particulièrement les tranches de montants les plus faibles. Sur un an, le coût de cette catégorie de crédit est en recul de 20 points de base en moyenne, avec une baisse plus marquée pour la tranche de montant inférieur à 15 245 euros (– 113 points de base).

Le coût moyen des découverts a enregistré une baisse de 72 points de base entre octobre 2004 et janvier 2005. Cette diminution concerne principalement les deux tranches de montants les plus élevés, c'est-à-dire supérieurs à 304 898 euros (avec, respectivement, – 84 points de base et – 89 points). À un an d'intervalle, ce recul s'établit à 11 points de base.

Le coût des autres crédits à court terme a légèrement progressé en moyenne (+ 5 points de base), avec cependant des baisses pour les crédits dont les montants sont inférieurs à 304 898 euros. Sur un an, on enregistre un recul, quelle que soit la tranche de montant considérée (– 21 points de base en moyenne).

Tous montants confondus, les coûts des crédits à moyen et long termes ont légèrement baissé (– 7 points de base). À un an d'intervalle, ils demeurent relativement stables (– 3 points de base).

Sur la même période, le taux de l'emprunt phare à dix ans enregistre un recul de 40 points de base tandis que le taux Euribor à trois mois demeure stable.

Taux observés

(en %)

Catégories de crédit en euros	Liaison coût – montant du crédit							Taux moyen
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490		
Escompte								
1 ^{er} trimestre 2004	5,79	5,98	5,49	4,71	3,64	(3,92)	4,18	
2 ^e trimestre 2004	5,27	5,63	5,37	4,58	3,60	(2,93)	3,68	
3 ^e trimestre 2004	4,72	5,41	5,45	4,38	3,74	(2,64)	3,63	
4 ^e trimestre 2004	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79	
1 ^{er} trimestre 2005	4,66	5,31	5,09	4,57	3,59	(2,69)	3,98	
<i>dont :</i>								
<i>Trimestre/Trimestre – 1</i>	0,15	0,12	- 0,17	0,14	- 0,09	- 0,21	0,19	
<i>Écart-type</i>	1,58	2,02	1,96	1,73	1,30	(0,39)	–	
<i>1^{er} décile</i>	3,14	2,98	3,14	2,89	2,66	–	–	
<i>9^e décile</i>	7,60	7,92	7,88	7,88	4,39	–	–	
Découvert								
1 ^{er} trimestre 2004	8,63	7,52	5,96	5,11	2,10	(2,65)	3,53	
2 ^e trimestre 2004	8,15	7,28	5,53	4,29	(3,24)	(3,24)	3,90	
3 ^e trimestre 2004	8,57	7,13	5,83	4,23	3,91	(3,18)	3,70	
4 ^e trimestre 2004	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14	
1 ^{er} trimestre 2005	9,21	7,61	6,23	5,16	3,15	2,85	3,42	
<i>dont :</i>								
<i>Trimestre/Trimestre – 1</i>	0,08	0,18	- 0,15	0,34	- 0,84	- 0,89	- 0,72	
<i>Écart-type</i>	1,90	2,26	2,60	2,81	1,55	1,18	–	
<i>1^{er} décile</i>	6,55	4,15	3,46	2,71	0,50	2,32	–	
<i>9^e décile</i>	11,71	10,30	10,20	10,60	5,16	3,25	–	
Autres court terme								
1 ^{er} trimestre 2004	4,97	5,19	4,63	3,96	3,23	3,14	3,17	
2 ^e trimestre 2004	4,74	4,87	4,45	3,86	3,18	3,19	3,21	
3 ^e trimestre 2004	4,56	4,74	4,55	3,97	3,32	3,10	3,13	
4 ^e trimestre 2004	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91	
1 ^{er} trimestre 2005	4,53	4,54	4,41	3,79	3,11	2,94	2,96	
<i>dont :</i>								
<i>Trimestre/Trimestre – 1</i>	- 0,20	- 0,26	- 0,13	- 0,13	0,01	0,06	0,05	
<i>Écart-type</i>	1,02	1,17	1,27	0,96	0,75	0,92	–	
<i>1^{er} décile</i>	3,47	3,24	3,15	2,74	2,24	2,03	–	
<i>9^e décile</i>	5,54	6,00	6,21	4,90	4,18	4,30	–	
Moyen et long termes								
1 ^{er} trimestre 2004	4,50	4,40	4,39	4,24	3,90	3,35	3,42	
2 ^e trimestre 2004	3,86	4,12	4,20	4,09	3,88	3,39	3,45	
3 ^e trimestre 2004	4,30	4,20	4,15	4,05	3,79	3,42	3,45	
4 ^e trimestre 2004	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46	
1 ^{er} trimestre 2005	4,14	4,04	4,00	3,92	3,72	3,36	3,39	
<i>dont :</i>								
<i>Trimestre/Trimestre – 1</i>	- 0,13	- 0,17	- 0,15	- 0,14	- 0,10	- 0,07	- 0,07	
<i>Écart-type</i>	0,57	0,56	0,56	0,51	0,61	0,72	–	
<i>1^{er} décile</i>	3,45	3,30	3,27	3,22	2,91	2,54	–	
<i>9^e décile</i>	5,00	4,85	4,75	4,59	4,50	4,43	–	

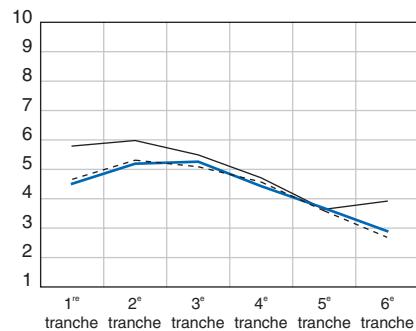
NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

Source : Banque de France

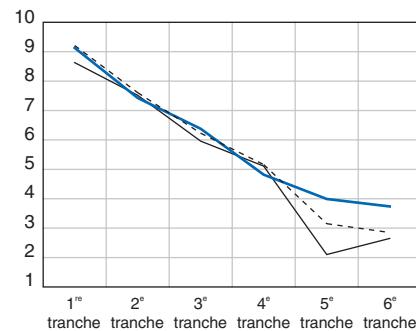
Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)

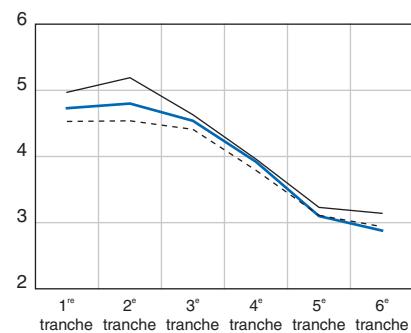
Escompte



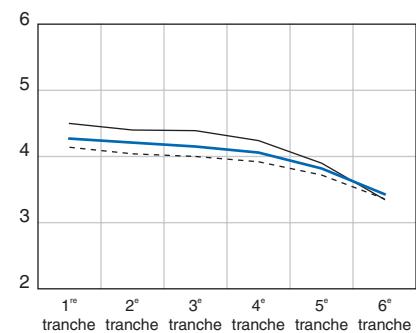
Découvert



Autres court terme



Crédits à moyen et long termes



— 1^{er} trimestre 2004 — 4th trimestre 2004 - - - 1^{er} trimestre 2005

- 1^{re} tranche : ≤ 15 245 euros
- 2^{re} tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros
- 3^{re} tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros
- 4^{re} tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros
- 5^{re} tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros
- 6^{re} tranche : > 1 524 490 euros

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).

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004

Les résultats de l'enquête-titres du quatrième trimestre 2004 font apparaître une progression de 3,5 % du montant des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à septembre 2004. Les effets de valorisation, fortement positifs pour les actions et les titres obligataires, y ont très largement contribué et ont représenté, au total, plus de 108,7 milliards d'euros, tandis que les flux d'achats nets de valeurs mobilières ont atteint 30,8 milliards d'euros.

La part des portefeuilles consacrée à la détention directe d'actions atteignait 31,4 % de l'ensemble à fin décembre 2004. Les non-résidents ont procédé à des acquisitions nettes d'actions, les ménages, les sociétés et les investisseurs institutionnels à des cessions nettes.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 45,3 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin décembre 2004, ont été caractérisés par un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 21,9 milliards d'euros. Les achats nets des résidents en titres français et étrangers (+ 17 milliards d'euros) ont été très majoritairement le fait des investisseurs institutionnels (+ 19,9 milliards). Pour leur part, les non-résidents ont investi en obligations à hauteur de 4,2 milliards d'euros (+ 2,1 milliards en obligations françaises, + 2,1 milliards en obligations étrangères).

Les placements en titres d'OPCVM représentaient 23,3 % du total des portefeuilles à fin décembre, en très légère diminution d'une fin de trimestre à l'autre. Les titres d'OPCVM monétaires ont donné lieu à des désinvestissements nets de 0,3 milliard d'euros. Les OPCVM non monétaires ont drainé 0,9 milliard d'euros de souscriptions nettes de la part des investisseurs résidents et non-résidents.

L'ouverture internationale de la place de Paris reste forte, comme en témoigne le maintien de la prépondérance des non-résidents dans les transactions sur actions françaises cotées.

Isabelle GEST
Alain DAJEAN
*Direction des Études et 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
Détenzione 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							
	2002	2003	2004	2003	T3	T4	2004	T1	T2	T3	T4	2003	T3	T4	T1	T2	T3
France	1,1	0,5	2,4	1,1	0,6	0,8	0,7	0,0	0,9	0,5	1,4	2,0	3,2	2,0	2,3		
Allemagne	0,1	- 0,1	1,6	0,3	0,3	0,5	0,4	0,0	- 0,2	- 0,3	0,2	1,6	1,9	1,2	1,5		
Autriche	1,2	0,8	2,0	0,2	0,4	0,6	0,8	0,8	0,3	0,8	1,1	1,4	1,9	2,5	2,4		
Belgique	0,9	1,3	2,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,9	0,3	1,0	1,7	2,3	2,9	3,1	2,6		
Espagne	2,2	2,5	2,7	0,6	0,7	0,8	0,5	0,6	0,8	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7		
Finlande	2,2	2,5	3,4	0,6	0,6	1,0	0,8	1,1	0,6	2,7	2,2	3,2	3,1	3,6	3,6		
Grèce	3,8	4,7	4,2	1,9	- 0,3	3,2	- 0,6	1,8	- 0,1	4,7	4,7	4,3	4,1	4,0	4,2		
Irlande	6,1	3,7	4,9	- 1,5	4,6	1,3	0,9	- 1,4	2,0	0,5	5,1	6,4	5,2	5,2	2,8		
Italie	0,4	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	- 0,4	0,4	0,1	0,7	1,2	1,2	0,8		
Luxembourg	2,5	2,9	2,4														
Pays-Bas	0,6	- 0,9	1,4	0,2	0,7	0,9	- 0,1	0,3	0,0	- 1,4	- 0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,2	
Portugal	0,4	- 1,1	1,0	- 0,1	0,0	1,0	0,9	- 1,0	- 0,3	- 1,0	0,0	0,7	1,8	0,9	0,6		
Zone euro	0,9	0,5	1,8	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,4	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6		
Chypre	2,1	2,0	3,7	1,4	2,0	- 0,1	1,0	1,1	1,0	1,7	3,4	3,7	4,1	4,0	3,1		
Danemark	1,0	0,4	2,0	0,7	0,4	1,0	0,3	0,1	0,7	0,4	1,4	1,7	2,5	1,9	2,1		
Estonie	7,2	5,1	6,2	1,8	1,3	1,2	1,3	2,0	1,3	5,2	6,2	6,8	5,9	6,1	5,9		
Hongrie	3,5	3,0	4,0	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	3,0	3,8	4,3	4,2	3,7	3,8		
Lettonie	6,4	7,5	8,5							7,3	7,5	8,7	7,7	9,1	8,6		
Lituanie	6,8	9,7	6,7	2,7	1,9	0,4	2,3	1,6	2,1	9,3	11,5	7,1	7,3	5,8	6,7		
Malte	2,2	- 1,8	1,5							- 3,2	2,0	2,3	- 0,5	1,9	2,3		
Pologne	1,4	3,8	5,3							4,1	4,7	6,9	6,1	4,8	3,9		
Royaume-Uni	1,8	2,2	3,1	1,0	0,9	0,7	1,0	0,6	0,7	2,1	2,7	3,0	3,6	3,1	2,9		
Slovaquie	4,6	4,5	5,5	1,3	1,5	1,2	1,3	1,3		4,5	5,2	5,4	5,5	5,3	5,8		
Slovénie	3,3	2,5	4,6	1,0	0,7	1,6	1,1	1,1	- 0,4	2,6	2,9	4,1	4,9	5,0	4,3		
Suède	2,0	1,6	3,0	0,7	1,0	0,8	0,8	0,7	0,3	1,5	2,3	2,8	3,3	3,3	2,6		
République tchèque	1,5	3,7	4,0	0,8	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	4,0	4,0	3,8	4,0	4,0	4,3		
Union européenne	1,1	0,9	2,3	0,6	0,5	0,8	0,6	0,3	0,3	0,8	1,3	1,9	2,6	2,2	1,9		
États-Unis	1,9	3,0	4,4	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	3,5	4,4	5,0	4,8	4,0	3,9		
Japon	- 0,3	1,4	2,6	0,4	1,4	1,5	- 0,3	- 0,3	0,1	1,0	2,1	4,1	3,1	2,3	1,0		

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 7 avril 2005
 DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

	(variations sur douze mois en %, données brutes)													
	2004						2005							
	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars
France	1,9	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	2,3	2,3	1,6	1,9	
Allemagne	1,1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,1	1,9	2,2	2,0	2,2	1,8	1,6	1,8	1,6
Autriche	1,5	1,5	2,1	2,3	2,1	2,2	1,8	2,4	2,4	2,5	2,0	2,4	2,3	
Belgique	1,0	1,7	2,4	2,0	2,1	2,0	1,8	2,7	2,3	1,9	1,9	2,0	2,3	2,8
Espagne	2,2	2,7	3,4	3,5	3,3	3,3	3,2	3,6	3,5	3,3	3,1	3,1	3,3	
Finlande	- 0,4	- 0,4	- 0,1	- 0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	- 0,2	0,0	
Grèce	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	2,8	2,9	3,3	3,2	3,1	3,0	4,2	3,2	
Irlande	1,8	1,7	2,1	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,8	2,4	2,3	2,1	2,0	
Italie	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	2,0	2,4	2,3	2,0	2,0	
Luxembourg	2,0	2,7	3,4	3,8	3,8	3,6	3,1	4,1	4,0	3,5	3,2	2,9	3,2	3,5
Pays-Bas	1,2	1,5	1,7	1,5	1,2	1,2	1,2	1,5	1,5	1,2	1,4	1,2	1,5	
Portugal	2,2	2,4	2,4	3,7	2,9	2,4	2,1	2,4	2,6	2,6	2,5	2,0	2,1	
Zone euro	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1	1,9	2,1	2,1
Chypre	0,1	0,1	1,2	2,4	2,9	2,8	1,8	2,0	2,6	3,9	1,9	2,8	2,4	
Danemark	0,4	0,5	1,1	0,9	1,1	0,9	0,9	1,6	1,0	1,0	0,9	0,8	1,0	
Estonie	0,7	1,5	3,7	4,4	4,0	3,9	3,8	4,0	4,5	4,8	3,0	4,2	4,6	
Hongrie	6,7	7,0	7,8	7,5	7,2	7,2	6,7	6,4	5,7	5,5	6,8	4,0	3,4	
Lettonie	4,7	5,0	6,1	6,1	6,7	7,8	7,7	7,2	7,2	7,4	6,2	6,7	7,0	
Lituanie	- 0,9	- 0,7	1,0	1,0	1,8	2,2	3,0	3,1	2,9	2,8	1,1	2,8	3,2	
Malte	2,1	3,6	3,1	3,2	3,1	2,5	3,2	2,7	1,9	1,9	2,7	1,9	2,5	
Pologne	1,8	2,3	3,5	4,3	4,7	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4	3,6	3,8	3,5	
Royaume-Uni	1,1	1,2	1,6	1,6	1,4	1,3	1,1	1,2	1,5	1,6	1,3	1,6	1,6	
Slovaquie	7,9	7,8	8,2	8,1	8,3	7,0	6,4	6,3	6,0	5,8	7,4	3,1	2,6	
Slovénie	3,5	3,6	3,9	3,9	3,7	3,7	3,4	3,4	3,8	3,3	3,7	2,3	2,8	
Suède	0,4	1,1	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,1	0,9	1,0	0,5	1,2	
République tchèque	2,1	2,0	2,6	2,7	3,1	3,2	2,8	3,1	2,6	2,5	2,6	1,5	1,4	
Union européenne	1,7	2,0	2,4	2,4	2,3	2,3	2,1	2,3	2,2	2,4	2,1	2,0	2,1	
États-Unis	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7	2,5	3,2	3,5	3,3	2,7	3,0	3,0	
Japon	- 0,1	- 0,4	- 0,5	0,0	- 0,1	- 0,2	0,0	0,5	0,8	0,2	0,0	- 0,1	- 0,3	

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

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 7 avril 2005

DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

	(en % de la population active, données cvs)													
	2004						2005							
	Mars	Avril	Mai	Juin	JUIL.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janv.	Fév.	Mars
France	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1	
Allemagne	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7	10,8	10,8	10,6	11,4	11,7	
Autriche	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	
Belgique	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	7,9	7,8	7,9	8,0	
Espagne	11,1	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6	10,5	10,4	10,4	10,8	10,3	10,3	
Finlande	8,9	9,3	9,1	8,7	9,1	9,0	8,2	8,6	8,7	8,6	8,8	9,1	9,0	
Grèce	10,7	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,2	
Irlande	4,6	4,6	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,2	4,2	
Italie	8,2			8,0			8,0			8,0		8,1		
Luxembourg (a)	4,2	4,2	3,9	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	4,7	4,7	
Pays-Bas	4,1	4,2	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,2	4,4		
Portugal	6,4	6,5	6,5	6,7	6,9	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,7	6,9	6,9	
Zone euro	8,9	8,9	8,8	8,8	8,8	8,9	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,9	
Chypre	5,0	4,7	4,5	4,8	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,5	5,0	5,6	5,6	
Danemark	6,5	6,5	6,4	6,4	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,4	6,1		
Estonie	9,8	9,7	9,6	9,5	9,3	9,1	8,8	8,5	8,3	8,2	9,2	8,1	8,0	
Hongrie	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2	5,9	6,3	6,3	
Lettonie	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,6	9,8	9,6		
Lituanie	11,4	11,3	11,2	11,1	11,0	10,6	10,3	10,0	9,6	9,3	10,7	9,1	8,9	
Malte	7,6	7,5	7,5	7,4	7,3	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,3	6,9	6,8	
Pologne	19,0	19,0	18,9	18,8	18,8	18,7	18,6	18,6	18,4	18,3	18,8	18,2	18,1	
Royaume-Uni	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,6		
Slovaquie	18,7	18,7	18,6	18,3	18,0	17,8	17,7	17,5	17,1	16,8	18,0	16,5	16,2	
Slovénie	6,2	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,8	5,8	6,0	5,8	5,8	
Suède	6,3	6,3	6,6	6,4	6,3	6,2	6,6	6,2	6,4	6,4	6,4	6,2	6,5	
République tchèque	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	
Union européenne	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9	9,0	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	
États-Unis	5,7	5,5	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4	5,5	5,2	5,4	
Japon	4,8	4,8	4,6	4,6	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,5	4,7	

(a) *Données brutes*

Sources : Données nationales, Eurostat (pour les agrégats zone euro et Union européenne)

Réalisé le 7 avril 2005

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 = 1 ^{er} trimestre 1999)						
		Vis-à-vis de la zone euro		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 56 partenaires (a)
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	
2000	Décembre	100,0	98,8	98,2	97,0	93,7
2001	Décembre	100,0	97,9	98,4	96,4	95,4
2002	Décembre	100,0	97,8	98,8	96,8	99,9
2003	Décembre	100,0	98,4	100,4	99,0	105,5
2004	Décembre	100,0	98,6	100,0	98,7	107,2
2003	Mars	100,0	98,4	99,9	98,4	102,2
	Avril	100,0	98,0	100,0	98,2	102,3
	Mai	100,0	98,1	100,5	98,7	104,3
	Juin	100,0	98,2	100,3	98,7	104,4
	Juillet	100,0	98,3	100,3	98,8	103,6
	Août	100,0	98,2	100,3	98,7	103,0
	Septembre	100,0	98,4	100,2	98,8	102,9
	Octobre	100,0	98,6	100,2	98,9	104,0
	Novembre	100,0	98,7	100,2	98,9	103,9
	Décembre	100,0	98,4	100,4	99,0	105,5
2004	Janvier	100,0	98,8	100,3	99,2	106,0
	Février	100,0	98,9	100,0	99,0	106,0
	Mars	100,0	98,8	99,8	98,8	105,0
	Avril	100,0	98,5	99,7	98,4	104,1
	Mai	100,0	98,6	99,8	98,6	104,7
	Juin	100,0	98,7	99,6	98,5	104,7
	Juillet	100,0	98,7	99,6	98,5	105,0
	Août	100,0	98,6	99,6	98,5	104,9
	Septembre	100,0	98,6	99,8	98,6	105,1
	Octobre	100,0	98,6	100,0	98,8	105,7
	Novembre	100,0	98,7	100,1	99,0	106,5
	Décembre	100,0	98,6	100,0	98,7	107,2
2005	Janvier	100,0	98,6	100,1	98,8	106,5
	Février	100,0	98,8	99,8	98,8	106,1
	Mars	100,0	98,5	99,9	98,6	106,6

(a) Union européenne (25 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, Algérie, Russie, Croatie, Bulgarie, Roumanie

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 56 principaux partenaires et prennent en compte les effets exercés sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Les déflateurs utilisés sont les indices harmonisés 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 25, la Pologne et la Hongrie, ces deux pays représentant plus de 60 % du PIB des dix pays accédants) et de 56 partenaires (cf. ci-dessus).

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005

DGEI – DEER – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des marchés interbancaires

	(en %)											
	Octobre 2004		Novembre 2004		Décembre 2004		Janvier 2005		Février 2005		Mars 2005	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
Euro												
Au jour le jour	2,070	2,088	2,040	2,078	2,210	2,086	2,060	2,051	2,060	2,056	2,060	2,060
À 1 mois	2,075	2,069	2,135	2,086	2,105	2,144	2,085	2,094	2,085	2,085	2,085	2,085
À 3 mois	2,135	2,125	2,145	2,149	2,145	2,146	2,125	2,126	2,125	2,118	2,125	2,120
À 6 mois	2,175	2,167	2,175	2,195	2,195	2,182	2,155	2,169	2,165	2,169	2,185	2,173
À 1 an	2,275	2,293	2,255	2,302	2,345	2,277	2,275	2,287	2,315	2,287	2,355	2,314
Dollar												
Au jour le jour	1,860	1,776	2,100	1,953	2,290	2,176	2,490	2,269	2,580	2,496	2,805	2,602
À 1 mois	1,965	1,871	2,265	2,105	2,360	2,352	2,560	2,443	2,685	2,584	2,840	2,783
À 3 mois	2,140	2,059	2,370	2,279	2,550	2,468	2,730	2,638	2,900	2,795	3,070	2,996
À 6 mois	2,300	2,200	2,595	2,469	2,785	2,690	2,945	2,882	3,150	3,030	3,370	3,248
À 1 an	2,530	2,450	2,945	2,770	3,055	3,001	3,240	3,219	3,505	3,351	3,820	3,653
Livre sterling												
Au jour le jour	4,590	4,710	4,720	4,753	4,895	4,789	4,630	4,725	5,245	4,787	4,635	4,713
À 1 mois	4,775	4,759	4,750	4,750	4,795	4,775	4,760	4,771	4,760	4,769	4,800	4,788
À 3 mois	4,835	4,840	4,760	4,810	4,815	4,807	4,810	4,804	4,880	4,822	4,950	4,923
À 6 mois	4,885	4,898	4,810	4,862	4,830	4,829	4,840	4,818	4,990	4,896	4,980	5,009
À 1 an	4,965	4,966	4,830	4,929	4,855	4,856	4,905	4,843	5,100	4,986	5,070	5,129
Yen												
Au jour le jour	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,020	0,028	0,020	0,014
À 1 mois	- 0,025	- 0,024	- 0,050	- 0,021	- 0,025	- 0,062	0,015	- 0,015	- 0,015	- 0,005	- 0,060	- 0,038
À 3 mois	- 0,015	- 0,035	- 0,015	- 0,012	- 0,015	- 0,021	0,050	0,012	0,015	0,010	0,025	0,026
À 6 mois	- 0,015	- 0,026	- 0,015	- 0,015	0,015	- 0,001	0,015	0,015	0,060	0,021	0,035	0,024
À 1 an	0,015	0,057	0,060	0,028	0,015	0,041	0,015	0,027	0,070	0,048	0,080	0,064
Franc suisse												
Au jour le jour	0,550	0,533	0,550	0,494	0,525	0,596	0,775	0,626	0,650	0,611	0,730	0,711
À 1 mois	0,600	0,580	0,630	0,601	0,635	0,665	0,670	0,662	0,680	0,684	0,720	0,689
À 3 mois	0,680	0,681	0,725	0,719	0,675	0,719	0,700	0,708	0,700	0,716	0,730	0,715
À 6 mois	0,770	0,762	0,850	0,840	0,765	0,804	0,780	0,780	0,780	0,789	0,775	0,776
À 1 an	0,890	0,920	0,985	0,993	0,945	0,982	0,930	0,934	0,950	0,934	0,910	0,933

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} mars 2005
DGO – DOM – MOPM – Tél. 01 42 92 27 67

Tableau 6

Tableau de bord de l'économie française

	Avril 2004	Mai 2004	Juin 2004	Juillet 2004	Août 2004	Sept. 2004	Oct. 2004	Nov. 2004	Déc. 2004	Janvier 2005	Février 2005	Mars 2005
Placements monétaires												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	7,9	7,1	6,9	7,3	6,1	6,7	9,1	7,9	3,7	7,1		
Comptes sur livret	6,7	6,4	6,1	5,8	6,3	6,8	7,1	7,4	7,2	7,3		
Titres d'OPCVM monétaires	7,4	4,0	4,8	6,6	7,1	7,1	7,7	8,2	8,2	7,6		
Endettement												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	5,3	6,2	6,3	6,7	7,0	7,3	7,7	7,6	7,9	7,0		
Endettement intérieur total	4,8	4,6	5,3	5,5	5,9	5,6	5,6	5,7	5,9	6,1		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	2,14
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	4,19	4,34	4,39	4,27	4,11	4,09	3,98	3,86	3,64	3,58	3,60	3,15
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	1,1985	1,2007	1,2138	1,2266	1,2176	1,2218	1,2490	1,2991	1,3408	1,3119	1,3014	1,3201
EUR/JPY	129,08	134,48	132,86	134,08	134,54	134,51	135,97	136,09	139,14	135,63	136,55	138,83
EUR/GBP	0,6653	0,6716	0,6643	0,6658	0,6694	0,6813	0,6914	0,6986	0,6950	0,6987	0,6897	0,6923
Indices des prix à la consommation												
(base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,3	0,4	0,0	- 0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,2	- 0,5	0,5	
Glissement annuel	2,1	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	1,6	1,6	
Indices de la production industrielle												
(base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	- 0,5	0,5	0,8	- 0,7	- 1,6	2,8	- 1,0	0,4	0,6	0,2		
Glissement annuel	0,8	3,6	4,1	2,2	0,7	2,9	0,8	1,9	2,1	2,9		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle												
0,3	0,8	0,1	- 0,5	0,5	- 0,3	- 0,1	0,2	- 0,2	0,7			
Glissement annuel	2,4	2,9	2,1	2,0	2,2	0,5	0,2	0,5	- 0,1	1,6		
Taux de chômage (définition BIT)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1	
Commerce extérieur												
(cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	28,48	29,08	29,23	29,45	29,97	29,92	30,42	30,05	30,82	30,78		
Exportations FAB	27,98	29,30	28,68	28,80	28,41	28,62	29,09	28,96	28,29	29,84		
Solde mensuel	- 0,49	0,23	- 0,55	- 0,65	- 1,56	- 1,30	- 1,33	- 1,09	- 2,54	- 0,93		
Solde cumulé sur 12 mois	1,13	0,69	0,14	- 0,49	- 2,37	- 3,28	- 4,82	- 5,77	- 7,66			
Transactions courantes												
(en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	- 2,98	- 1,67	0,89	- 1,12	- 0,42	0,79	- 3,31	0,07	0,48	- 2,53		
Solde cumulé sur 12 mois	4,46	2,05	0,79	0,00	- 1,68	- 2,25	- 2,47	- 3,15	- 4,35	- 8,85		

(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

	T1 2002	T2	T3	T4	T1 2003	T2	T3	T4	T1 2004	T2	T3	T4
Produit intérieur brut total												
(prix de 1995, cvs/cjo)												
Variation trimestrielle en %	0,9	0,5	0,3	- 0,3	0,1	- 0,4	1,1	0,6	0,8	0,7	0,0	0,9
Indice du salaire horaire de base des ouvriers												
Variation trimestrielle en %												
1,4	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	1,0	0,3	0,9	0,6	1,1	0,4	

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 5 avril 2005
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Réserves obligatoires
Assiettes

(en milliards d'euros, données en fin de période)

Base arrêtée fin du mois de :	Assiette de réserves		dont exigibilités auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				dont exigibilités auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %				
			Dépôts (à vue, à terme d'une durée ≤ 2 ans avec préavis)		Autres (a)		Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)		Autres (b)		
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
2004											
Mai	12 141,3	2 057,6	6 506,8	1 095,1	442,3	174,9	1 499,1	130,6	3 693,1	657,0	
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	
Juillet	12 182,0	2 065,3	6 517,4	1 090,4	442,6	185,0	1 527,7	137,8	3 694,3	652,1	
Août	12 167,6	2 073,1	6 470,3	1 087,4	446,4	184,9	1 531,1	138,8	3 719,7	662,0	
Septembre	12 209,6	2 028,7	6 488,0	1 068,3	435,3	178,2	1 535,3	138,1	3 751,1	644,1	
Octobre	12 262,1	2 086,0	6 496,9	1 085,2	448,2	188,0	1 546,5	140,4	3 770,5	672,4	
Novembre	12 371,7	2 098,4	6 535,7	1 090,8	452,7	189,0	1 551,1	136,5	3 832,2	682,1	
Décembre	12 415,9	2 112,1	6 593,7	1 105,8	458,1	190,2	1 565,2	139,1	3 799,0	677,0	
2005	Janvier	12 595,8	2 161,3	6 696,4	1 141,8	460,2	189,8	1 577,7	140,3	3 861,5	689,4

(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									
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	139,3	25,5	0,6	0,1	0,0	0,0	2,02
11 octobre	138,7	25,5	139,3	25,6	0,6	0,1	0,0	0,0	2,02
8 novembre	137,8	25,4	138,4	25,5	0,7	0,1	0,0	0,0	2,03
7 décembre	137,9	24,9	138,5	25,0	0,6	0,1	0,0	0,0	2,05
2005	18 janvier	138,4	25,4	139,1	25,5	0,7	0,1	0,0	2,07
7 février	139,3	25,6	140,0	25,7	0,8	0,1	0,0	0,0	2,06
8 mars	140,5	25,9	141,3	26,0	0,8	0,1	0,0	0,0	2,05
12 avril	142,6	26,6		26,7		0,1		0,0	2,05

Facteurs de liquidité bancaire (encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période constitution prenant fin le :	Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques (C)	Divers	Total (a)	Concours (net)	Avoirs (F)	Avoirs	
								(A)	(E)
Zone euro									
2004									
10 août	460,9	300,8	61,1	- 31,8	- 189,4	328,5	139,1		
7 septembre	462,8	299,4	56,3	- 32,4	- 187,3	326,6	139,3		
11 octobre	465,1	298,8	58,2	- 32,1	- 192,4	331,7	139,3		
8 novembre	469,7	298,3	55,1	- 32,1	- 194,4	332,8	138,4		
7 décembre	475,4	298,0	60,2	- 36,0	- 201,6	340,1	138,5		
2005	18 janvier	496,0	290,3	45,3	- 41,9	- 209,1	348,2	139,1	
7 février	487,1	280,6	63,8	- 55,5	- 214,8	354,8	140,0		
8 mars	489,5	280,2	68,5	- 59,2	- 218,6	359,9	141,3		
dont : France									
2004									
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		
11 octobre	88,5	56,7	0,2	- 42,3	10,3	15,3	25,6		
8 novembre	89,7	56,8	0,1	- 47,2	14,2	11,4	25,6		
7 décembre	90,6	56,6	0,2	- 45,3	11,1	13,9	25,0		
2005	18 janvier	93,9	55,7	0,2	- 48,2	9,8	15,7	25,5	
7 février	94,2	54,4	0,2	- 48,7	8,7	16,9	25,6		
8 mars	93,4	54,3	0,1	- 49,1	9,9	16,3	26,2		
12 avril	94,8	54,5	0,1	- 48,7	8,3	18,4	26,7		

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 14 avril 2005

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 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	7 019	- 6 753	- 525	757	- 2 534	369	2 110	- 2 165	
Biens	2 865	- 6 315	- 1 408	- 1 696	- 2 186	- 1 341	443	- 3 527	
Recettes	319 995	338 689	29 934	28 613	26 599	28 465	52 492	55 064	
Dépenses	317 130	345 004	31 342	30 309	28 785	29 806	52 049	58 591	
<i>Marchandises générales</i>	3 463	- 5 761	- 1 218	- 1 563	- 2 074	- 1 328	102	- 3 402	
<i>dont : Données douanières FAB-FAB</i>	2 205	- 7 351	- 1 229	- 1 500	- 2 255	- 1 569	- 59	- 3 824	
Total des corrections	1 258	1 590	11	- 63	181	241	161	422	
Services	14 002	10 269	631	1 615	8	260	460	268	
Recettes	87 341	88 819	6 576	8 074	6 089	6 313	12 582	12 402	
Dépenses	73 339	78 550	5 945	6 459	6 081	6 053	12 122	12 134	
<i>Voyages</i>	11 636	9 813	661	905	403	382	796	785	
<i>dont : Recettes</i>	32 349	32 834	2 296	2 455	2 027	1 982	3 937	4 009	
Dépenses	20 713	23 021	1 635	1 550	1 624	1 600	3 141	3 224	
Total « Biens et services »	16 867	3 954	- 777	- 81	- 2 178	- 1 081	903	- 3 259	
Revenus	7 080	6 858	1 662	2 287	- 1 396	2 916	1 500	1 520	
Rémunération des salariés	8 240	8 409	709	722	702	684	1 389	1 386	
Revenus des investissements	- 1 160	- 1 551	953	1 565	- 2 098	2 232	111	134	
<i>dont : Directs</i>	10 110	12 573	1 073	2 225	280	1 019	1 743	1 299	
<i>De portefeuille</i>	- 10 871	- 11 658	99	- 155	- 2 176	1 675	- 1 209	- 501	
<i>Autres</i>	- 399	- 2 466	- 219	- 505	- 202	- 462	- 423	- 664	
Transferts courants	- 16 928	- 17 565	- 1 410	- 1 449	1 040	- 1 466	- 293	- 426	

Compte de capital : données brutes

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de capital	- 7 666	1 741	264	106	- 25	178	168	153	
Transferts en capital	- 7 622	1 093	262	92	- 2	180	145	178	
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 44	648	2	14	- 23	- 2	23	- 25	

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	6 876	- 6 251	- 1 050	- 1 144	- 2 237	- 590	418	- 2 827	
Biens	3 603	- 6 026	- 1 098	- 1 863	- 1 022	- 1 241	1 605	- 2 263	
Marchandises générales	3 751	- 4 952	- 1 149	- 1 690	- 944	- 1 241	1 297	- 2 185	
Services (hors voyages)	2 408	677	- 136	381	- 124	180	141	56	
Revenus	6 378	6 641	435	331	287	679	634	966	

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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2005
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9
Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 9 435	- 18 913	- 507	1 504	- 3 281	- 2 464	- 2 813	- 5 745
Français à l'étranger	- 47 090	- 38 498	- 1 241	- 540	- 5 100	- 2 407	- 8 849	- 7 507
Capital social	- 11 777	- 22 794	- 884	- 2 011	- 3 961	- 801	- 2 446	- 4 762
Bénéfices réinvestis	- 1 740	- 3 870	- 322	- 322	- 531	- 404	- 646	- 935
Autres opérations	- 33 573	- 11 834	- 35	1 793	- 608	- 1 202	- 5 757	- 1 810
Étrangers en France	37 655	19 585	734	2 044	1 819	- 57	6 036	1 762
Capital social	15 063	4 483	513	1 089	2 915	396	2 745	3 311
Bénéfices réinvestis	- 1 920	1 068	89	89	215	153	178	368
Autres opérations	24 512	14 034	132	866	- 1 311	- 606	3 113	- 1 917
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	5 770	- 45 089	- 25 259	37 086	- 29 474	1 028	- 40 831	- 28 446
Avoirs – Titres étrangers	- 170 628	- 140 902	- 33 398	32 296	- 38 417	- 15 552	- 55 994	- 53 969
Actions et titres d'OPCVM	- 42 340	- 41 206	- 7 940	13 378	- 7 976	- 16 893	- 10 015	- 24 869
Obligations et assimilés	- 101 254	- 96 397	- 8 431	6 456	- 24 047	- 12 700	- 26 453	- 36 747
Instrument du marché monétaire	- 27 034	- 3 299	- 17 027	12 462	- 6 394	14 041	- 19 526	7 647
Engagements – Titres français	176 398	95 813	8 139	4 790	8 943	16 580	15 163	25 523
Actions et titres d'OPCVM	18 121	9 480	- 5 071	9 535	3 864	1 898	- 677	5 762
Obligations et assimilés	144 158	67 637	12 885	6 295	- 4 170	16 354	9 477	12 184
dont : OAT	36 311	24 865	5 597	622	2 663	5 886	6 436	8 549
BTAN	19 436	10 629	1 359	- 570	- 5 269	3 060	1 353	- 2 209
Instruments du marché monétaire	14 119	18 696	325	- 11 040	9 249	- 1 672	6 363	7 577
dont : BTF	15 777	2 860	- 292	- 2 505	- 2 461	- 1 851	2 551	- 4 312
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)</i>	71 524	38 354	6 664	- 2 453	- 5 067	7 095	10 340	2 028
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	- 6 058	5 100	1 504	- 842	- 556	35	1 958	- 521
AUTRES INVESTISSEMENTS	21 604	63 967	48 967	- 42 917	42 294	- 1 579	22 277	40 715
Avoirs	- 13 693	- 89 743	- 9 457	- 10 636	- 11 682	- 8 214	- 32 495	- 19 896
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 597	- 3 797	- 845	- 357	206	- 193	- 2 037	13
Prêts	- 13 063	- 85 941	- 8 612	- 10 276	- 11 888	- 8 021	- 30 456	- 19 909
<i>Banque de France</i>	746	9 040	8 085	- 8 623	7 881	3 144	11 335	11 025
<i>Administrations publiques</i>	- 2 345	1 206	- 1 935	403	- 1 090	- 1 857	2 105	- 2 947
<i>Institutions financières monétaires (d)</i>	- 3 567	- 94 574	- 12 547	- 882	- 14 700	- 13 741	- 44 751	- 28 441
<i>Autres secteurs (e)</i>	- 7 897	- 1 613	- 2 215	- 1 174	- 3 979	4 433	855	454
Autres avoirs	- 33	- 5	0	- 3	0	0	- 2	0
Engagements	35 297	153 710	58 424	- 32 281	53 976	6 635	54 772	60 611
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 996	7 367	758	1 053	849	58	567	907
Prêts	38 293	146 343	57 666	- 33 334	53 127	6 577	54 205	59 704
<i>Banque de France</i>	1 813	1 373	1 219	- 80	529	- 1 941	- 1 392	- 1 412
- Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
- Autres engagements	1 813	1 373	1 219	- 80	529	- 1 941	- 1 392	- 1 412
<i>Administrations publiques</i>	- 514	1 957	2 873	132	- 1 080	- 3 126	- 2 361	- 4 206
<i>Institutions financières monétaires (d)</i>	34 676	135 233	46 437	- 30 833	48 070	9 675	63 055	57 745
<i>Autres secteurs (e)</i>	2 318	7 780	7 137	- 2 553	5 608	1 969	- 5 097	7 577

- (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...)

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

	(en millions d'euros)							
	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)
Avoirs de réserve	- 2 171	- 3 509	- 443	405	- 2 195	2 110	303	- 85
Or	0	423	252	84	78	89	0	167
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 69	- 62	- 13	- 1	- 1	- 13	- 15	- 14
Position de réserve au FMI	- 1 087	775	13	183	- 6	116	12	110
Devises étrangères	- 1 015	- 4 645	- 695	139	- 2 266	1 918	306	- 348
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	9 710	1 556	24 262	- 4 764	6 788	- 870	- 19 106	5 918

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

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.

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	(en millions d'euros)							
	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	2 mois 2004 (b)	2 mois 2005 (c)
TOTAL	31 109	40 659	33 890	- 31 715	33 370	- 4 066	18 304	29 304
Avoirs	- 3 567	- 94 574	- 12 547	- 882	- 14 700	- 13 741	- 44 751	- 28 441
Long terme	- 25 606	- 14 981	77	- 6 125	- 6 112	393	- 1 597	- 5 719
Euros	- 18 037	- 10 084	451	- 4 506	- 103	- 1 179	- 788	- 1 282
Devises	- 7 569	- 4 897	- 374	- 1 619	- 6 009	1 572	- 809	- 4 437
Court terme	22 039	- 79 593	- 12 624	5 243	- 8 588	- 14 134	- 43 154	- 22 722
Euros	26 729	- 55 459	- 10 336	5 510	- 3 260	- 11 767	- 30 148	- 15 027
Devises	- 4 690	- 24 134	- 2 288	- 267	- 5 328	- 2 367	- 13 006	- 7 695
Engagements	34 676	135 233	46 437	- 30 833	48 070	9 675	63 055	57 745
Long terme	37 425	20 615	- 493	2 926	5 964	1 897	- 847	7 861
Euros	12 395	9 286	808	1 657	2 608	2 562	- 2 916	5 170
Devises	25 030	11 329	- 1 301	1 269	3 356	- 665	2 069	2 691
Court terme	- 2 749	114 618	46 930	- 33 759	42 106	7 778	63 902	49 884
Euros	- 3 368	43 118	20 375	- 33 778	15 862	5 970	34 233	21 832
Devises	619	71 500	26 555	19	26 244	1 808	29 669	28 052

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2005
 Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – 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 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004	Décembre 2004	Février 2005
ACTIF						
Territoire national	20,4	19,7	16,4	21,5	23,3	27,6
Crédits	17,7	17,0	11,5	16,8	17,7	21,7
IFM	16,4	16,1	11,1	16,3	17,3	21,3
Administration centrale	1,0	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Secteur privé	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,7	2,7	4,9	4,7	5,5	5,9
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	4,9	4,7	5,5	5,9
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	29,2	33,8	32,5	21,6	23,9	13,3
Reste du monde	29,7	21,0	18,3	16,7	20,5	20,8
Avoirs en or	30,6	31,8	32,1	30,9	30,9	31,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	19,1	48,2	59,6	62,7	76,3	76,3
TOTAL	129,1	154,6	158,9	153,4	174,8	169,4

(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 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004	Décembre 2004	Février 2005
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	32,8	36,2	28,8	28,0	29,3	27,9
IFM	29,5	34,6	27,8	27,2	28,7	27,1
Administration centrale	2,5	0,8	0,3	0,1	0,3	0,2
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,4	0,7
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	3,7	1,8	3,8	2,7	7,3	6,5
Non ventilés par zones géographiques	92,6	116,6	126,3	122,8	138,2	135,0
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	34,6	74,2	85,0	81,7	97,8	95,5
<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>	42,5	38,4	35,5	35,7	32,9	32,8
Autres	15,6	4,0	5,8	5,3	7,4	6,7
TOTAL	129,1	154,6	158,9	153,4	174,8	169,4

(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 1^{er} avril 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 11

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

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004	Décembre 2004	Février 2005
(encours de fin de période en milliards d'euros)						
ACTIF						
Territoire national	2 753,7	2 875,2	2 999,4	3 058,8	3 180,5	3 219,1
Crédits	2 127,7	2 209,0	2 265,7	2 300,1	2 395,0	2 401,9
IFM	906,3	951,7	947,8	965,2	996,1	1 000,4
APU	118,3	126,8	142,0	137,7	139,7	132,9
Secteur privé	1 103,2	1 130,5	1 175,9	1 197,2	1 259,2	1 268,7
Titres autres que des actions	407,0	416,4	431,2	441,6	458,2	483,0
IFM	96,6	116,2	129,8	142,1	163,7	157,9
> 2 ans	54,2	52,1	49,8	53,3	54,6	55,0
APU	151,3	152,4	157,5	152,6	150,9	168,5
Secteur privé	104,9	95,8	94,2	93,6	89,0	101,6
Titres d'OPCVM monétaires	35,5	58,4	63,7	73,3	67,7	70,8
Actions et autres participations	183,5	191,4	238,8	243,8	259,5	263,3
Autres États de la zone euro	349,4	408,6	465,9	510,7	551,8	581,3
Reste du monde	507,0	513,3	502,8	572,0	604,0	676,9
Non ventilés par zones géographiques	440,2	364,6	379,1	426,3	412,0	460,7
TOTAL	4 050,4	4 161,7	4 347,1	4 567,8	4 748,2	4 938,0
(encours de fin de période en milliards d'euros)						
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 838,8	1 920,9	2 047,7	2 078,8	2 152,8	2 170,5
IFM	868,0	927,0	933,2	970,5	981,4	1 007,3
Administration centrale	4,4	11,7	39,0	33,7	43,9	34,5
Autres secteurs	966,4	982,2	1 075,5	1 074,5	1 127,6	1 128,7
Dépôts à vue	300,3	290,9	344,1	326,7	356,3	347,0
Dépôts à terme	63,6	60,4	49,6	48,8	46,9	46,5
> 2 ans	277,5	283,3	299,3	299,2	304,5	306,9
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	294,3	319,9	351,8	356,7	377,3	382,9
Pensions	30,7	27,7	30,7	43,1	42,5	45,2
Dépôts – Autres États de la zone euro	173,7	195,4	201,8	202,9	237,0	243,3
IFM	149,4	170,8	173,6	171,9	199,7	205,8
Autres secteurs	24,2	24,5	28,3	31,0	37,3	37,5
Dépôts – Reste du monde	450,3	437,3	429,9	496,2	512,5	569,2
Non ventilés par zones géographiques	1 587,7	1 608,1	1 667,8	1 790,0	1 845,9	1 955,0
Titres de créances émis	197,1	206,5	218,3	236,4	259,3	268,2
≤ 2 ans	357,0	354,9	375,2	383,5	405,9	413,4
> 2 ans	258,6	303,8	327,8	358,3	352,9	369,2
Titres d'OPCVM monétaires	270,5	284,1	294,9	295,0	307,2	306,5
Capital et réserves	504,5	458,8	451,6	516,9	520,6	597,7
TOTAL	4 050,4	4 161,7	4 347,1	4 567,8	4 748,2	4 938,0

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 1^{er} avril 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 12

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

	Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
				Total	Taux de croissance annuel
2001	70,1	0,0	0,0	70,1	10,9
2002	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
2003	36,0	0,0	0,0	36,0	4,4
2004	35,9	0,0	0,0	35,9	3,8
Février	37,1	0,0	0,0	37,1	7,7
Mars	32,7	0,0	0,0	32,7	- 4,4
Avril	32,4	0,0	0,0	32,4	- 5,0
Mai	31,1	0,0	0,0	31,1	- 8,2
Juin	31,6	0,0	0,0	31,6	- 7,2
Juillet	32,5	0,0	0,0	32,5	- 4,2
Août	35,3	0,0	0,0	35,3	4,7
Septembre	36,5	0,0	0,0	36,5	7,1
Octobre	38,9	0,0	0,0	38,9	24,7
Novembre	37,7	0,0	0,0	37,7	4,6
Décembre	36,2	0,0	0,0	36,2	11,8
2005	35,6	0,0	0,0	35,6	- 1,0

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

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

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
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)
2002	5,7	1,3	4,6	3,8	5,2	3,4
2003	8,0	7,0	6,3	6,1	5,9	3,8
2004	Février	9,6	7,8	5,9	5,6	5,4
	Mars	9,3	9,8	5,4	5,6	5,0
	Avril	8,8	8,7	5,0	5,0	4,4
	Mai	7,9	7,7	4,4	4,6	3,9
	Juin	7,3	7,4	4,4	5,1	4,2
	Juillet	8,2	7,5	4,9	4,6	4,6
	Août	7,3	6,8	4,4	5,0	4,5
	Septembre	7,9	7,1	5,2	5,7	5,1
	Octobre	8,1	9,2	5,6	7,5	5,2
	Novembre	8,2	8,2	5,5	7,5	5,1
	Décembre	6,4	4,0	5,5	5,3	5,5
2005	Janvier	8,2	7,8	6,1	7,4	5,8
	Février	8,5	6,1	6,1	6,3	5,5

(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, calculs de la Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
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)
2002	9,6	5,1	6,5	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
2003	10,2	9,3	7,5	7,4	7,0	4,8	5,5	5,4
2004	Février	11,4	10,0	7,1	6,9	6,4	5,7	5,4
	Mars	11,0	11,5	6,5	6,8	6,0	5,2	5,3
	Avril	10,6	10,5	6,2	6,2	5,4	4,0	5,5
	Mai	9,7	9,8	5,5	5,9	4,9	4,1	5,7
	Juin	9,1	9,5	5,5	6,3	5,2	5,6	6,0
	Juillet	9,9	9,5	6,0	5,9	5,5	6,1	6,2
	Août	9,0	8,8	5,5	6,1	5,4	6,5	6,1
	Septembre	9,6	9,1	6,2	6,9	6,0	7,1	6,5
	Octobre	9,8	10,9	6,6	8,5	6,1	8,4	6,7
	Novembre	9,6	9,9	6,4	8,5	5,9	7,9	6,9
	Décembre	8,1	6,2	6,4	6,4	6,3	7,4	7,0
2005	Janvier	9,7	9,6	7,0	8,4	6,6	8,0	7,2
	Février	9,8	8,1	7,0	7,3	6,3	7,5	7,2

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

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

Sources : BCE, Banque de France, calculs de la Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 15
Dépôts à vue

	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
						Encours	Total Taux de croissance annuel	
2001	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1	
2002	187,1	116,5	56,0	359,6	14,4	374,0	1,5	
2003	202,4	120,0	39,2	361,7	19,2	380,9	6,6	
2004	Février	199,4	109,4	38,5	347,4	16,0	363,3	8,1
	Mars	199,0	114,9	39,4	353,3	20,7	373,9	10,1
	Avril	204,7	112,9	35,3	352,8	19,6	372,4	7,9
	Mai	202,2	118,2	34,4	354,7	19,0	373,7	7,1
	Juin	206,0	118,9	33,3	358,2	20,0	378,2	6,9
	Juillet	211,8	118,0	34,0	363,9	18,4	382,2	7,3
	Août	207,3	114,2	34,2	355,7	16,3	372,1	6,1
	Septembre	206,5	117,2	37,7	361,4	17,2	378,6	6,7
	Octobre	211,0	114,4	39,0	364,4	20,8	385,1	9,1
	Novembre	206,0	116,6	40,8	363,5	18,3	381,7	7,9
	Décembre	212,6	123,7	40,6	376,9	17,5	394,4	3,7
2005	Janvier	209,7	118,3	43,4	371,4	17,6	389,0	7,2
	Février	206,5	118,3	40,5	365,3	18,0	383,3	5,7

(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 1^{er} avril 2005

DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 16
Comptes sur livret

	Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)		
								Encours	Total Taux de croissance annuel	
2001	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2	
2002	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7	
2003	112,2	15,5	36,0	43,2	53,8	5,7	85,3	351,8	10,0	
2004	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	360,7	6,1
	Juillet	111,0	15,8	37,2	44,5	54,8	5,8	94,8	363,7	5,8
	Août	111,3	15,9	37,5	44,6	55,0	5,9	97,0	367,3	6,3
	Septembre	111,0	15,9	37,4	44,4	55,1	6,0	97,3	367,0	6,8
	Octobre	110,7	15,9	37,6	44,6	55,3	6,0	98,4	368,6	7,1
	Novembre	110,6	15,9	37,8	44,7	55,4	6,0	98,8	369,1	7,4
	Décembre	113,5	16,3	38,5	45,7	56,7	6,1	100,5	377,3	7,2
2005	Janvier	114,3	16,5	39,2	46,6	56,4	6,1	103,9	382,9	7,4
	Février	114,0	16,5	39,1	46,6	56,3	6,2	104,3	382,9	7,4

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005

DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

	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
2001	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003	20,4	23,3	0,4	44,1	5,5	49,6	- 16,9
2004	Février 20,1	21,7	0,5	42,3	6,4	48,8	- 14,2
	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 19,0	23,2	0,3	42,4	3,9	46,3	- 13,3
	Juillet 19,5	23,4	0,3	43,2	2,7	45,9	- 14,3
	Août 19,7	24,1	0,3	44,0	2,6	46,7	- 11,3
	Septembre 19,6	25,2	0,3	45,1	1,9	47,0	- 8,0
	Octobre 19,2	26,5	0,3	46,0	3,3	49,3	- 5,0
	Novembre 19,1	26,3	0,3	45,6	4,2	49,8	- 5,0
	Décembre 18,7	24,2	0,3	43,1	3,7	46,9	- 4,8
2005	Janvier 19,0	23,3	0,3	42,6	3,1	45,7	- 2,3
	Février 19,0	24,0	0,2	43,2	3,3	46,5	- 3,9

> 2 ans

	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)							
	Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total
	PEL	PEP	Autres					
2001	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5 - 0,8
2002	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3 2,1
2003	216,7	46,0	16,4	9,9	0,1	289,0	10,3	299,3 4,9
2004	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	0,1	289,4	11,1	300,4 3,7
	Avril 217,4	44,1	16,4	11,8	0,1	289,8	11,1	300,9 3,9
	Mai 217,3	43,7	16,7	11,8	0,1	289,5	11,1	300,6 3,6
	Juin 216,8	43,2	16,8	11,1	0,0	288,0	10,5	298,5 2,8
	Juillet 216,7	42,9	16,4	11,2	0,0	287,2	10,5	297,7 2,6
	Août 217,0	42,7	16,5	11,1	0,0	287,2	10,5	297,7 2,3
	Septembre 216,9	42,4	16,6	11,1	0,0	287,1	10,3	297,3 1,8
	Octobre 216,8	42,1	16,6	11,1	0,0	286,7	10,4	297,1 1,6
	Novembre 216,8	41,8	16,6	11,2	0,0	286,5	10,7	297,2 1,7
	Décembre 224,1	42,5	16,1	11,7	0,0	294,4	10,2	304,5 1,7
2005	Janvier 225,2	42,4	16,5	13,8	0,0	298,0	10,2	308,1 2,5
	Février 224,9	41,9	16,3	13,7	0,0	296,8	10,1	306,9 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 1^{er} avril 2005
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			Autres institutions financières monétaires (c)	Encours	Taux de croissance annuel
	Banques	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)			
	(a)	(a)	(b)			
2001	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,2
2002	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
2003	984,3	115,2	200,5	18,4	1 318,4	6,0
2004	Février	1 003,8	114,1	198,7	18,8	1 335,4
	Mars	1 000,5	120,1	197,5	16,8	1 334,9
	Avril	1 019,1	117,8	197,6	17,4	1 351,9
	Mai	1 022,2	119,3	198,3	16,8	1 356,7
	Juin	1 027,3	121,8	201,3	17,7	1 368,1
	Juillet	1 033,3	119,8	201,9	17,1	1 372,2
	Août	1 031,4	121,8	201,8	17,3	1 372,3
	Septembre	1 041,6	114,8	201,8	17,2	1 375,3
	Octobre	1 050,8	112,2	202,0	17,7	1 382,8
	Novembre	1 059,5	102,2	205,8	18,1	1 385,7
	Décembre	1 075,7	102,6	204,1	16,9	1 399,3
2005	Janvier	1 079,2	102,7	201,4	17,7	1 401,0
	Février	1 080,8	102,7	201,0	17,5	1 402,0

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

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

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

Répartition par secteurs bénéficiaires

(encours 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	Encours	Taux de croissance annuel
2001	1 103,5	6,1	119,2	- 3,2	1 222,8	5,2
2002	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	1 176,2	5,3	142,2	12,5	1 318,4	6,0
2004	Février	1 197,5	6,3	137,9	13,2	1 335,4
	Mars	1 193,0	4,4	142,0	10,9	1 334,9
	Avril	1 213,0	5,3	138,9	13,6	1 351,9
	Mai	1 217,0	6,2	139,7	12,6	1 356,7
	Juin	1 222,9	6,3	145,3	14,8	1 368,1
	Juillet	1 228,9	6,7	143,3	14,4	1 372,2
	Août	1 225,6	7,0	146,7	16,4	1 372,3
	Septembre	1 233,3	7,3	142,0	12,0	1 375,3
	Octobre	1 246,1	7,7	136,7	7,0	1 382,8
	Novembre	1 253,2	7,6	132,5	1,7	1 385,7
	Décembre	1 259,5	7,9	139,8	- 0,4	1 399,3
2005	Janvier	1 265,2	7,0	135,8	1,3	1 401,0
	Février	1 268,9	6,7	133,1	- 2,5	1 402,0

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 19

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

Répartition par objets de financement

	Investissement	Trésorerie	Autres objets	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
				Encours	Taux de croissance annuel
2001	193,0	163,2	166,7	522,8	3,3
2002	201,0	162,4	165,6	529,0	2,8
2003	207,1	136,6	171,2	514,8	- 1,1
2004	207,0	138,5	170,3	515,8	- 0,5
Février	207,6	136,9	170,7	515,1	- 1,7
Mars	208,4	143,1	173,1	524,6	- 0,1
Avril	208,5	141,4	173,1	523,1	0,6
Mai	209,6	139,4	176,8	525,9	1,2
Juin	211,4	141,3	177,4	530,1	2,4
Juillet	211,9	141,0	177,5	530,5	2,8
Août	212,2	141,8	176,3	530,4	3,8
Septembre	212,9	144,2	177,6	534,6	4,3
Octobre	213,8	141,4	177,6	532,8	4,0
Novembre	216,8	142,2	181,4	540,3	5,8
Décembre					
2005	Janvier	218,5	141,0	536,4	4,3
Février	218,2	137,9	178,4	534,5	4,3

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

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

	Habitat	Trésorerie	Autres objets	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
				(a)	Encours (b)
2001	324,6	105,3	78,9	508,9	6,1
2002	350,7	108,2	82,9	541,8	7,1
2003	385,5	113,7	81,3	580,5	7,8
2004	391,8	112,6	82,1	586,5	8,1
Février	395,5	113,2	81,9	590,7	8,3
Mars	398,3	113,8	82,2	594,4	8,3
Avril	401,6	114,3	82,5	598,4	8,6
Mai	408,0	116,2	82,7	606,8	9,4
Juin	414,7	116,2	82,9	613,8	9,6
Juillet	418,4	115,4	83,0	616,8	9,9
Août	421,7	115,8	83,0	620,5	9,4
Septembre	423,6	116,5	82,3	622,4	9,0
Octobre	426,1	117,5	82,6	626,2	9,2
Novembre	430,7	118,4	81,9	631,0	9,1
Décembre					
2005	Janvier	434,1	117,8	634,3	9,2
Février	437,2	117,6	82,8	637,6	9,1

(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 1^{er} avril 2005
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		
2001		56,2	238,7	295,0	23,7
2002		42,6	252,4	295,0	0,8
2003		34,3	271,7	305,9	4,8
2004	Février	39,1	269,5	308,7	2,5
	Mars	41,1	263,5	304,6	- 1,8
	Avril	44,2	261,9	306,1	- 0,9
	Mai	47,5	265,6	313,1	- 0,3
	Juin	43,5	264,6	308,1	- 2,0
	Juillet	44,0	264,6	308,6	- 1,7
	Août	45,2	263,6	308,8	- 1,6
	Septembre	43,6	263,0	306,6	- 0,5
	Octobre	43,2	264,6	307,8	- 0,2
	Novembre	39,8	265,1	304,9	- 0,6
	Décembre	35,6	261,4	297,1	- 2,0
2005	Janvier	44,0	260,0	304,0	0,1
	Février	46,1	257,0	303,1	- 0,8

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005
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		
2001		52,4	636,4	688,8	5,8
2002		88,2	657,8	745,9	8,4
2003		108,7	720,9	829,6	11,4
2004	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
	Août	106,4	760,3	866,7	7,2
	Septembre	107,3	769,3	876,6	5,3
	Octobre	108,3	768,1	876,4	5,3
	Novembre	108,4	783,4	891,7	7,0
	Décembre	101,3	788,0	889,3	7,3
2005	Janvier	99,2	791,0	890,2	7,1
	Février	99,8	814,2	914,0	9,2

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005
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
2001	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8	7,3
2002	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4	5,4
2003	596,9	1 098,8	983,2	2 678,9	6,3
2004	602,8	1 104,9	985,1	2 692,7	5,4
Mars	607,2	1 104,5	1 005,8	2 717,6	4,9
Avril	611,2	1 116,9	998,1	2 726,2	4,8
Mai	615,0	1 124,7	1 010,9	2 750,6	4,6
Juin	623,4	1 121,0	1 034,9	2 779,3	5,3
Juillet	630,6	1 126,8	1 020,0	2 777,5	5,5
Août	633,6	1 129,5	1 024,9	2 788,0	5,9
Septembre	637,2	1 131,3	1 030,3	2 798,8	5,7
Octobre	639,1	1 139,7	1 024,7	2 803,4	5,6
Novembre	643,1	1 130,6	1 035,8	2 809,5	5,8
Décembre	648,0	1 131,2	1 040,2	2 819,4	5,9
2005	Janvier	652,4	1 136,5	1 037,1	2 826,0
	Février	656,1	1 134,9	1 058,2	2 849,2

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

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 23 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

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

	Encours Février 2005	Taux de croissance annuel			
		Décembre 2003	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005
Endettement intérieur total	2 849,2	6,3	5,9	6,1	6,5
Ménages et assimilés (a)	656,1	7,6	9,0	9,2	9,2
≤ 1 an	37,5	6,1	2,8	4,3	5,3
> 1 an	618,6	7,8	9,4	9,5	9,5
Sociétés non financières	1 134,9	1,7	4,3	4,2	4,1
≤ 1 an	416,3	4,4	8,6	9,9	11,2
> 1 an	718,6	0,4	2,0	1,2	0,4
Administrations publiques	1 058,2	11,0	5,9	6,3	7,5
≤ 1 an	139,3	25,8	- 5,9	- 4,4	- 6,5
> 1 an	918,9	8,4	8,0	8,1	10,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 357,6	4,1	6,4	6,1	5,7
Ménages et assimilés (a)	656,1	7,6	9,0	9,2	9,2
≤ 1 an	37,5	6,1	2,8	4,3	5,3
> 1 an	618,6	7,8	9,4	9,5	9,5
Sociétés non financières	566,4	- 1,0	5,4	3,9	3,9
≤ 1 an	143,4	13,3	5,8	6,0	7,9
> 1 an	423,0	- 5,0	5,2	3,2	2,6
Administrations publiques	135,2	10,3	- 0,8	1,0	- 2,7
≤ 1 an	30,5	67,0	- 0,9	1,6	- 8,3
> 1 an	104,7	0,3	- 0,7	0,8	- 0,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	265,5	4,3	9,9	9,9	10,7
Financements de marchés	1 217,1	9,5	4,8	5,2	6,5
Sociétés non financières	303,1	4,8	- 2,0	0,1	- 0,8
≤ 1 an	46,1	- 20,2	3,9	15,1	17,1
> 1 an	257,0	9,1	- 2,7	- 2,1	- 3,4
Administrations publiques	914,0	11,4	7,3	7,1	9,1
≤ 1 an	99,8	23,3	- 6,8	- 7,3	- 7,1
> 1 an	814,2	9,8	9,4	9,2	11,5
Financement monétaire du Trésor public	9,0	8,2	- 11,5	11,8	8,6

(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, plus prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs, et 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 pour ce dernier.

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005

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 ≤ 1 an (a)	Dépôts à terme > 2 ans (a)
2001	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2003	Décembre	2,25	2,38	2,16	2,84
2004	Février	2,25	2,48	2,08	2,80
	Mars	2,25	2,32	2,05	2,81
	Avril	2,25	2,35	2,57	2,67
	Mai	2,25	2,33	2,07	2,83
	Juin	2,25	2,42	1,94	2,95
	Juillet	2,25	2,35	2,10	2,98
	Août	2,25	2,37	2,08	3,01
	Septembre	2,25	2,55	2,06	2,80
	Octobre	2,25	2,56	1,91	2,85
	Novembre	2,25	2,57	2,05	2,74
	Décembre	2,25	2,56	2,15	2,83
2005	Janvier	2,25	2,56	2,07	2,54
	Février	2,25	2,52	2,07	2,68

(a) Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

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 1^{er} avril 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 25
Coût du crédit

		Découverts aux ménages	Crédits à l'habitat aux ménages	(taux mensuels moyens en %)	
		(a)	(b)	(c)	
2001	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2003	Décembre	10,92	4,15	3,21	2,91
2004	Février	10,88	4,22	3,16	2,66
	Mars	10,52	4,24	3,10	2,62
	Avril	10,67	4,12	3,13	2,82
	Mai	10,43	3,91	3,45	2,95
	Juin	10,72	3,94	3,54	2,80
	Juillet	10,73	3,98	3,66	2,96
	Août	11,08	3,96	3,49	2,85
	Septembre	9,87	4,05	3,56	2,77
	Octobre	9,64	3,97	3,49	2,68
	Novembre	9,61	3,96	3,51	2,72
	Décembre	9,97	3,89	3,60	2,67
2005	Janvier	10,04	3,86	3,43	2,97
	Février	10,26	3,84	3,44	3,02

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans

(b) PFIT inférieure ou égale à 1 an et montant initial inférieur ou égal à 1 million d'euros

(c) PFIT inférieure ou égale à 1 an et montant initial supérieur à 1 million d'euros

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.

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
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} janvier 2005	Taux effectif pratiqué au 1 ^{er} trimestre 2005	(en %) Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2005
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	6,63	4,72	6,29
Prêts à taux variable	5,84	4,27	5,69
Prêts relais	6,56	4,65	6,20
<i>Crédits de trésorerie</i>			
Prêts d'un montant ≤ 1 524 euros	19,45	14,70	19,60
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 1 524 euros	16,33	12,40	16,53
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	8,85	6,65	8,87
<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	8,47	6,40	8,53
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,01	4,34	5,79
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	6,65	4,82	6,43
Découverts en compte (a)	11,71	8,66	11,55
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	7,88	5,75	7,67
<i>Crédits aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale</i>			
Découverts en compte (a)	11,71	8,66	11,55

NB : *Informations publiées au Journal officiel du 25 mars 2005*

(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 2005 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 61 77

Tableau 27

Émissions obligataires (émissions de l'État pour l'année 2005)

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	(flux en millions d'euros, prix d'émission en %)	
													TOTAL	
OAT€i 1,6 % Juillet 2011														710
Valeur nominale														710
Prix d'émission														102,64
Émission brute														729
OATi 2,5 % Juillet 2013														860
Valeur nominale														860
Prix d'émission														103,91
Émission brute														894
OATi 2,5 % Juillet 2013 pers.phys.														0
Valeur nominale														0
Prix d'émission														115,96
Émission brute														0
OAT 3,5 % Avril 2015														10 488
Valeur nominale														6 870
Prix d'émission														99,16
Émission brute														6 812
OAT 3,5 % Avril 2015 pers.phys.														3 618
Valeur nominale														17
Prix d'émission														101,18
Émission brute														22
OAT€i 1,6 % Juillet 2015														39
Valeur nominale														1 297
Prix d'émission														101,92
Émission brute														1 322
OAT 4 % Octobre 2014 pers.phys.														39
Valeur nominale														21
Prix d'émission														104,72
Émission brute														22
OAT 4 % Octobre 2014														39
Valeur nominale														4 037
Prix d'émission														102,70
Émission brute														4 146
OAT€i 2,25 % Juillet 2020														21
Valeur nominale														788
Prix d'émission														102,84
Émission brute														810
OATi 3,4 % Juillet 2029														434
Valeur nominale														132,96
Prix d'émission														577
OAT 4,75 % Avril 2035														2 629
Valeur nominale														108,03
Prix d'émission														2 840
OAT 4% Avril 2055														6 000
Valeur nominale														6 000
Prix d'émission														100
Émission brute														6 000
TOTAL														
Valeur nominale	8 418	14 385	5 020											27 823
Émissions brutes	8 907	14 368	5 056											28 331
Amortissements	0	0	0											0
Émissions nettes	8 907	14 368	5 056											
TOTAL CUMULÉ 2005														
Valeur nominale	8 418	22 803	27 823											
Émissions brutes	8 907	23 275	28 331											
Amortissements	0	0	0											
Émissions nettes	8 907	28 331	28 331											
TOTAL CUMULÉ 2004														
Valeur nominale	10 595	19 178	27 786	33 595	41 389	51 088	56 885	56 921	63 341	68 856	76 265	76 308		
Émissions brutes	10 841	19 417	28 092	34 040	41 830	51 238	57 037	57 073	63 523	69 047	76 526	76 572		
Amortissements	0	8 381	8 381	24 815	24 815	24 815	24 815	24 815	25 165	37 514	37 514	37 544		
Émissions nettes	10 841	11 036	19 711	9 225	17 015	26 423	32 222	32 258	38 358	31 533	39 012	39 028		

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

Rappel : programme indicatif d'émissions pour 2005 : 61 milliards d'euros dont 11 milliards sur les lignes indexées

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} avril 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 09

Tableau 28

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en mars 2005)

Nom de l'émetteur	Renvoi n °	Code secteur (a)	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)				
				Prix d'émission	Taux nominaux	Taux actuel	Date d'amortissement	Date final
Marché parisien								
OAT 3,5 % 25 avril 2015	1	95	3 618,00	100	3,50	3,79	25.04.2015	08.03.2005
OATi 2,50 % Juillet 2013	2	95	893,72	103,92	2,50		25.07.2013	22.03.2005
OAT€i 1,6 % 25 juillet 2015	3	95	521,92	100,37	1,60		25.07.2015	22.03.2005
OAT 3,50 % 25 avril 2015 P.P	4	95	22,28	99,58	3,50	3,55	25.04.2015	29.03.2005
OATi 2,5 % juillet 2013 P.P	5	95	0,03	113,62	2,50	1,28	25.07.2013	29.03.2005
Euromedis 4,75 % Mars 2005 Océanes	6	28	4,70	100	4,75		01.08.2010	22.03.2005
Finuchem 3,5 % Mars 2005	7	28	14,98	100	3,50	5,61	16.03.2010	16.03.2005
Éts. Maurel et Prom 3,5 % Mars 2005	8	28	375,00	100	3,50		01.01.2010	09.03.2005
Ausy 4 % Mars 2005 Océanes	9	28	4,60	100	4,00	5,56	15.03.2010	15.03.2005
Alstom 6,25 % Mars 2005 TSDD	10	28	998,29	99,83	6,25		03.03.2010	03.03.2005
D.M.A. Mars 2005 O.F. TV	11	49	60,00	100	3XM		01.03.2008	01.03.2005
CNP Assurance 6,25 % Mars 2005 TSDI	12	11	25,00	100	6,25/tv			11.03.2005
CNP Assurance 6,5 % Mars 2005 TSDI	13	11	225,00	100	6,5/tv			11.03.2005
CRH 4,10 % Mars 2005	65		244,52	101,88	4,10	3,88	25.10.2015	11.03.2005
Cades 3,125 % Mars 2005	96		3 979,64	99,49	3,12		12.07.2010	22.03.2005
TOTAL			10 987,69					
<i>(Pour mémoire coupon couru)</i>								
				133,10				

(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 1^{er} avril 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 09

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en mars 2005 (suite))

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuel retenu sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 2 **OATi 2,50 % Juillet 2013 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 2,50 %, calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,03921 au 21 mars 2005). **Remboursement** le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 3 **OAT€i 1,60 % Juillet 2015 européenne indexée sur l'indice harmonisé des prix à la consommation, hors tabac, de la zone euro**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel calculé comme un pourcentage fixe du montant nominal de l'OAT€i appelé coupon réel, fixé à 1,6 %, multiplié par la coefficient d'indexation (1,0037 au 21 mars 2005). **Remboursement** le 25 juillet 2015 à un prix correspondant au montant nominal de l'OAT€i (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.
- 4 **OAT 3,50 % Avril 2015 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 avril 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,00259 euro par obligation. **Assimilation** le 25 avril 2005 à « l'OAT 3,50 % Avril 2015 » (ISIN FR0010163543).
- 5 **OAT 2,50 % Juillet 2013 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,00809 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2005 à « l'OAT 2,50 % Juillet 2013 » (ISIN FR0000188955).
- 6 **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 22 mars 2005 jusqu'au 22 juillet 2009 à raison d'une action Euromedis pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation à tout moment. **Amortissement anticipé au gré des porteurs (AGD)** : le détenteur pourra demander le remboursement de tout ou partie des obligations détenues à la valeur nominale augmenté des intérêts courus à compter du 22 mars 2005. **Amortissement résiduel** : la société pourra rembourser, à tout moment, la totalité des obligations restant en circulation.
- 7 **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 16 mars 2005 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement à raison d'une action Finuchem pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, à compter du 16 mars 2005 jusqu'au 15 mars 2010. **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.
- 8 **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 9 mars 2005 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement à raison d'une action Maurel et Prom pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, à compter du 1^{er} janvier 2006 jusqu'au 31 décembre 2007. **Amortissement anticipé au gré des porteurs (AGD)** : le détenteur pourra demander le remboursement de tout ou partie des obligations détenues à la valeur nominale augmenté des intérêts courus. **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.
- 9 **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 15 mars 2005 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement à raison d'une action Ausy pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, à compter du 1^{er} janvier 2008 jusqu'au 15 mars 2008. **Amortissement anticipé au gré des porteurs (AGD)** : le détenteur pourra demander le remboursement de tout ou partie des obligations détenues à la valeur nominale augmenté des intérêts courus. **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.
- 10 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD)** : intérêt à taux fixe 6,25 % l'an payable annuellement, remboursables en totalité le 3 mars 2010.
- 11 **Obligations foncières émises dans le cadre du programme euro medium terms notes (EMTN)**. **Assimilation immédiate** à l'emprunt « Dexia Municipal Agency 4 % Janvier 2004 » le 15 février 2005 (ISIN FR0010039032). **Intérêt** : payable trimestriellement à terme échu les 1^{er} juin, 1^{er} septembre, 1^{er} décembre et 1^{er} mars de chaque année.
- 12 **Titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)** : pour la période du 11 mars 2005 au 11 mars 2009, intérêt à taux fixe 6,25 % l'an payable annuellement à terme échu les 11 mars 2006, 2007 et 2008. À compter du 11 mars 2009 : taux variable basé sur le taux de référence pour les swaps en euros (*EUR Constant Maturity Swap 10*).
- 13 **Titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)** : pour la période du 11 mars 2005 au 11 mars 2008, intérêt à taux fixe 6,5 % l'an payable annuellement à terme échu les 11 mars 2006, 2007 et 2008. À compter du 11 mars 2009 : taux variable basé sur le taux de référence pour les swaps en euros (*EUR Constant Maturity Swap 10*).

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)

	2004						2005					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Février	2 mois	Année	Février	2 mois	Année	Janvier	Février	2 mois	Janvier	Février	2 mois
Émissions en euros	23,9	49,8	256,1	6,2	7,7	71,6	25,9	39,6	65,5	- 0,5	26,9	26,4
Administrations publiques	14,0	31,4	144,6	5,7	10,2	63,2	15,5	25,3	40,8	2,4	22,9	25,2
dont : <i>État</i>	14,0	31,4	132,0	5,7	10,3	55,6	14,9	20,1	35,0	1,8	18,1	19,8
Institutions financières monétaires	6,9	13,1	81,3	0,0	2,2	19,4	8,1	11,7	19,8	- 0,2	6,8	6,5
Institutions financières non monétaires	0,4	0,4	2,2	0,1	- 0,1	- 0,7	0,0	0,4	0,4	- 0,5	0,2	- 0,3
Sociétés non financières	2,5	4,8	27,9	0,4	- 4,6	- 10,4	2,3	2,2	4,5	- 2,1	- 2,9	- 5,0
Émissions en devises	1,9	5,3	32,9	- 0,1	1,1	11,5	2,7	2,9	5,6	1,4	2,3	3,7
Administrations publiques	0,0	0,0	5,0	0,0	- 0,4	0,0	0,9	0,3	1,2	0,9	0,3	1,2
Institutions financières monétaires	1,5	3,7	22,1	- 0,4	0,3	8,6	1,3	2,3	3,6	0,6	2,1	2,7
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	0,3	1,6	5,8	0,3	1,2	3,0	0,4	0,4	0,7	- 0,1	- 0,1	- 0,2

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

Source : Banque de France

Réalisé le 4 avril 2005

DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 09

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)

	2002	2003	2004	2005	
	Décembre	Décembre	Décembre	Janvier	Février
Titres en euros	1 205,0	1 317,0	1 384,6	1 383,2	1 410,1
Administrations publiques	655,0	718,8	781,6	783,4	806,4
dont : <i>État</i>	627,9	676,9	732,0	733,2	751,3
Institutions financières monétaires	306,0	332,6	350,2	350,0	356,6
Institutions financières non monétaires	31,1	31,8	31,2	30,7	30,9
Sociétés non financières	212,8	233,8	221,6	219,2	216,2
Titres en devises	108,0	104,7	115,9	121,1	123,4
Administrations publiques	2,5	2,1	6,4	7,6	7,9
Institutions financières monétaires	64,2	63,8	69,2	72,2	74,3
Institutions financières non monétaires	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Sociétés non financières	40,6	38,3	39,8	40,8	40,7

Source : Banque de France

Réalisé le 4 avril 2005

DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 09

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	
2003										
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	184,5	65,2	46,7	25,1	3,4	5,4	16,9	0,1	1,3	348,6
Août	183,3	66,5	46,7	25,1	4,0	5,4	14,8	0,2	1,2	347,2
Septembre	176,1	64,1	47,3	26,5	3,3	5,6	14,6	0,1	1,2	338,8
Octobre	189,3	66,9	46,7	27,8	2,7	5,7	14,3	0,1	1,1	354,6
Novembre	188,9	65,4	47,9	30,2	2,0	5,7	16,5	0,3	1,1	358,0
Décembre	192,9	61,9	47,6	33,3	2,0	5,6	13,9	0,0	1,1	358,3
2005										
Janvier	194,6	67,4	46,3	27,3	2,1	5,6	15,7	0,0	1,1	360,1
Février	193,7	70,5	46,6	29,0	2,6	5,8	16,1	0,0	0,7	365,0
Mars	186,1	68,6	46,6	31,6	2,5	5,8	14,8	0,1	0,8	356,9

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

NB : Encours euros et devises cumulés, calculés au dernier jour du mois

Contre-valeur des devises calculée à la même date

Encours calculés à partir des bases de données du STCN de la DCSF

Source : Banque de France

Réalisé le 11 avril 2005
 DCSF – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

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

	Décembre 2002 (r)	Décembre 2003 (r)	Mars 2004 (p)	Juin 2004 (p)	Septembre 2004 (p)
Encours des non-résidents (a)					
en milliards d'euros					
1. Actions cotées (b)					
Source : Enquête-titres	279,3	305,7	312,8	313,8	306,7
Source : Position extérieure	327,1	391,5	402,3	403,9	394,1
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	326,2	399,6	421,1	431,8	439,4
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	181,8	205,3	217,4	209,9	221,5
Source : Position extérieure	182,8	220,0	233,8	234,7	244,4
2.2. Bons du Trésor (c)					
Source : Position extérieure	143,5	179,5	187,3	197,1	195,0
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	88,5	100,1	114,5	109,6	110,1
Source : Position extérieure	204,3	247,8	246,7	240,0	243,3
Part des non-résidents en % (d)					
1. Actions cotées					
Source : Enquête-titres	35,9	34,5	34,6	35,8	36,0
Source : Position extérieure	37,8	39,4	39,2	40,2	38,5
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	41,9	47,3	47,5	48,6	48,6
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	38,6	41,4	42,5	41,1	42,2
Source : Position extérieure	34,2	39,0	38,9	40,0	39,7
2.2. Bons du Trésor					
Source : Position extérieure	59,0	63,9	65,4	65,3	67,3
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	23,2	25,5	28,3	28,2	28,9
Source : Position extérieure	39,3	46,9	49,8	50,0	50,9
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB					
1. Actions cotées	57,4	64,0	65,3	63,1	63,6
2. Dette publique négociable	51,7	54,4	56,4	55,8	56,3
3. Autres obligations (hors État)	34,5	34,1	31,5	30,2	29,7

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SESOF) 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 SESOF 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 SESOF 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 SESOF 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 SESOF 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

(r) Chiffres révisés – Source : Position extérieure

Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2004

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 31 68

Tableau 33
Émissions de bons du Trésor

		(en millions d'euros)					
		Émissions par voie d'adjudication					
		Compétitives		Non compétitives			
		BTF	BTAN	BTF	BTAN	2 ans	5 ans
			2 ans		5 ans		
2002	Février	12 443	2 084	1 910	148	20	582
	Mars	11 549	1 995	3 005	431		
	Avril	16 354			507		
	Mai	12 041		5 401	707		45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262		54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696		589
	Août	13 304			167		
	Septembre	16 699	5 001		684	686	
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444		550
	Novembre	15 009	1 520	2 392	645		
	Décembre	25 708			1 104		
2003	Janvier	15 992		5 315	839		745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	87	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900		726
	Juin	24 443		5 175	1 895		785
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234		
	Août	17 542			216		
	Septembre	22 847	1 991	3 240	513		768
	Octobre	19 348	1 530	2 248	688		
	Novembre	16 774	1 133	1 875	393		
	Décembre	15 675			629		
2004	Janvier	17 786		5 625	811		896
	Février	17 724	1 145	4 228	779		
	Mars	22 833	5 684		98	274	
	Avril	18 019	2 710	2 795	325		835
	Mai	17 845	2 929	2 291	298	6	44
	Juin	21 252		5 138	379		780
	Juillet	17 367	1 455	3 026	33		680
	Août	20 856			3		
	Septembre	16 141	1 915	2 195	207		609
	Octobre	17 051	1 860	2 205	223		594
	Novembre	20 166		5 174	262		
	Décembre	9 831			408		
2005	Janvier	16 659	1 510	3 680	285		750
	Février	15 868	5 798		97		

Source : Banque de France

Réalisé le 31 mars 2005
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34
Titres d'OPCVM
Encours

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005	(encours en milliards d'euros)
Sicav	324,7	286,2	287,7	301,9	246,0	248,1	248,5	
Monétaires	139,6	147,0	145,0	153,5	133,6	135,3	136,4	
Obligations	56,3	49,9	44,9	45,5	37,1	37,7	35,5	
Actions	89,7	61,5	69,2	73,1	51,4	52,1	53,4	
Diversifiés	38,7	27,4	28,2	29,5	23,8	22,9	23,2	
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1	0,1	
Garanties	0,4	0,4	0,4	0,4	—	—	—	
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	—	—	—	
FCP	475,5	519,7	621,6	664,0	760,5	793,7	811,2	
Monétaires	118,1	156,9	183,5	203,1	218,2	231,9	233,6	
Obligations	82,4	97,8	118,7	123,8	150,2	160,2	163,4	
Actions	79,5	64,8	86,0	94,7	133,0	137,4	143,5	
Diversifiés	158,3	153,7	175,4	183,4	192,0	197,4	202,3	
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	10,8	11,1	11,7	
Garantis	37,2	46,5	58,0	59,1	0,6	0,6	0,5	
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	55,6	55,1	56,2	
OPCVM	800,2	805,9	909,3	965,9	1 006,5	1 041,8	1 059,7	
Monétaires	257,7	303,9	328,5	356,6	351,8	367,2	370,0	
Obligations	138,7	147,7	163,6	169,3	187,3	197,9	198,9	
Actions	169,2	126,3	155,2	167,8	184,5	189,5	196,9	
Diversifiés	197,0	181,1	203,6	212,9	215,8	220,3	225,5	
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	10,9	11,2	11,7	
Garantis	37,6	46,9	58,4	59,4	0,6	0,6	0,5	
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	55,6	55,1	56,2	

nd : non disponible

NB : Ces statistiques incluent les OPCVM nourriciers.

Par OPCVM nourriciers, on entend ceux dont l'actif est investi en totalité et en permanence en titres d'un seul OPCVM dit « maître ».

Les chiffres postérieurs à juin 2004 incluent les nouvelles catégories de la classification de l'AMF.

Source : Autorité des marchés financiers

Réalisé le 25 mars 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Février 2004	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005	(en %)
OPCVM monétaires	4,3	3,2	2,3	2,1	1,9	2,0	2,0	
OPCVM obligataires	4,9	7,2	4,1	3,7	5,4	5,8	4,4	
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	14,8	33,7	9,3	11,3	8,5	
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	7,8	14,2	4,9	5,8	4,0	

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 25 mars 2005
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)								
	2001	2002	2003	2004	2004	2005		
					Décembre	Janvier	Février	Part
Target	1 299	1 552	1 650	1 715	1 775	1 857	1 860	89
Transfrontière	506	485	537	564	596	617	625	30
Domestique	793	1 066	1 114	1 150	1 179	1 240	1 235	59
Systèmes nets	456	269	252	241	238	236	227	11
PNS	88	78	71	67	70	63	61	3
EAF	162	-	-	-	-	-	-	-
SEPI	1	1	1	1	0	2	2	0
POPS	nd	2	2	2	2	0	0	0
Euro 1 (ABE)	205	188	175	170	166	171	164	8
TOTAL	1 756	1 821	1 899	1 956	2 013	2 093	2 087	100

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	2001	2002	2003	2004	2004	2005		
					Décembre	Janvier	Février	Part
Target	211 282	253 016	262 263	267 258	281 952	260 286	273 021	57
Transfrontière	45 273	53 858	59 825	65 040	65 549	63 788	66 428	14
Domestique	166 009	199 158	201 503	202 193	216 403	196 498	206 593	43
Systèmes nets	200 604	174 147	191 419	194 387	205 257	191 278	202 429	43
PNS	31 512	29 686	28 764	27 054	27 625	26 784	26 591	6
EAF	50 991	-	-	-	-	-	-	-
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 285	1 201	1 997	2 025	0
POPS	nd	2 592	2 401	2 177	1 847	0	0	0
Euro 1 (ABE)	112 727	134 905	152 350	161 097	174 584	162 497	173 813	37
TOTAL	411 886	427 163	453 682	461 646	487 209	451 564	475 450	100

nd : non disponible

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 15 avril 2005
DSPM – 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)							
	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Février	Part
Target	345	356	378	419	441	466	476	89
Transfrontière (en émission)	75	69	75	81	89	91	93	17
(Transfrontière en réception)	(75)	(69)	(76)	(81)	(89)	(91)	(93)	(17)
Domestique (TBF)	270	287	302	338	352	375	383	71
PNS	88	78	71	67	70	63	61	11
TOTAL	433	435	449	486	511	529	537	100

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Février	Part
Target	14 966	14 958	15 155	15 455	16 602	15 271	15 775	37
Transfrontière (en émission)	5 309	6 471	6 802	7 384	7 671	7 503	7 873	19
(Transfrontière en réception)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 706)	(8 052)	(7 661)	(7 947)	(19)
Domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 071	8 931	7 768	7 902	19
PNS	31 512	29 686	28 764	27 054	27 625	26 784	26 591	63
TOTAL	46 478	44 644	43 918	42 509	44 227	42 055	42 366	100

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Février	Part
				Décembre	Janvier			
Titres français négociables	12,0	10,7	10,8	12,3	12,7	13,8	16,4	43,4
Créances privées (PGI-TRICP)	10,9	8,4	7,0	6,4	6,6	6,7	6,9	18,3
Titres mobilisés par le CCBM	2,2	2,2	4,2	7,4	8,3	8,8	8,9	23,5
Titres mobilisés par les liens	1,9	3,5	3,3	4,6	6,1	4,8	5,6	14,8
TOTAL	27,3	24,8	25,3	30,7	33,7	34,1	37,8	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 15 avril 2005
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)

	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Part	
					Décembre	Janvier		
France	433	435	449	486	511	529	537	25,7
Target transfrontière	75	69	75	81	89	91	93	4,5
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	352	375	383	18,4
PNS	88	78	71	67	70	63	61	2,9
Allemagne	457	489	504	488	515	525	520	24,9
Target transfrontière	131	129	141	143	147	153	159	7,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	164	360	364	345	368	372	361	17,3
EAF	162	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	209	250	276	289	260	304	305	14,6
Target transfrontière	20	18	20	23	21	24	22	1,1
Target domestique (SLBE)	188	231	255	265	239	278	281	13,5
SEPI	1	1	1	1	0	2	2	0,1
Italie	107	99	97	108	119	110	110	5,3
Target transfrontière	39	34	33	32	36	34	34	1,6
Target domestique (BI-REL)	67	64	64	76	83	76	76	3,6
Royaume-Uni	118	111	122	127	133	137	141	6,8
Target transfrontière	91	85	93	101	105	105	112	5,4
Target domestique (Chaps Euro) (a)	27	26	29	26	28	32	29	1,4
Autres	432	437	451	457	474	488	474	22,7
TOTAL	1 756	1 821	1 899	1 955	2 012	2 093	2 087	100,0

Nombre d'opérations

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

	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Part	
					Décembre	Janvier		
France	46 478	44 644	43 918	42 509	44 227	42 055	42 366	8,9
Target transfrontière	5 309	6 471	6 802	7 384	7 671	7 503	7 873	1,7
Target domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 071	8 931	7 768	7 902	1,7
PNS	31 512	29 686	28 764	27 054	27 625	26 784	26 591	5,6
Allemagne	158 866	125 070	128 670	131 503	138 187	127 970	132 915	28,1
Target transfrontière	14 715	16 852	18 035	19 231	19 248	18 101	19 029	4,0
Target domestique (ELS puis RTGS+)	93 160	108 218	110 635	112 272	118 939	109 869	113 886	24,1
EAF	50 991	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	15 780	19 065	20 114	18 663	18 726	19 440	20 277	4,3
Target transfrontière	1 230	1 731	2 340	2 760	2 876	2 959	3 143	0,7
Target domestique (SLBE)	9 175	10 369	10 784	11 618	14 649	14 484	15 109	3,2
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 285	1 201	1 997	2 025	0,4
Italie	40 208	37 696	36 985	35 060	38 231	29 763	34 681	7,3
Target transfrontière	5 334	6 173	6 746	7 269	7 302	6 594	7 449	1,6
Target domestique (BI-REL)	34 874	31 523	30 239	27 791	30 929	23 169	27 232	5,8
Royaume-Uni	10 156	14 370	16 834	18 119	18 521	18 880	18 743	4,0
Target transfrontière	6 503	9 555	11 392	12 799	12 807	13 296	13 164	2,8
Target domestique (Chaps Euro)	3 653	4 815	5 442	5 320	5 714	5 584	5 579	1,2
Autres	140 399	186 317	205 313	215 991	229 317	211 459	224 442	47,4
TOTAL	411 886	427 163	451 834	461 845	487 209	449 567	473 424	100,0

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

Sources : BCE, Banque de France

 Réalisé le 15 avril 2005
 DSPM – Tél. 01 42 92 44 88

Bulletin officiel de la Banque de France

n° 76 (avril 2005)

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

Banque de France

Décision n° 2005-01 du 11 avril 2005 du gouverneur de la Banque de France concernant les modalités d'exercice des missions de la Banque de France sur le marché des titres de créances négociables

Avis de la direction générale des Opérations n° 2005-02 pris en application de la décision précitée : présentation de la section du site Internet de la Banque de France dédiée à la mise en ligne des dossiers de présentation financière des émetteurs de titres de créances négociables

DR n° 2139 du 11 février 2005 : Élection des représentants du personnel dans les commissions statutaires

DR n° 2140 du 11 février 2005 : Élection des représentants du personnel non statutaire dans les commissions disciplinaires

DR n° 2141 du 11 mars 2005 : Organisation de la direction générale des Opérations

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

– en janvier 2005

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

– en janvier 2005

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

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées

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

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

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

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	Unités concernées	Postes
Actualité		
1. La situation économique de la France		
1.1. <i>L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)</i>	Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
1.2. <i>L'évolution des prix</i>		
1.3. <i>La compétitivité</i>	Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
1.4. <i>Le commerce extérieur</i>	Dir. de la Balance des paiements	32 82
1.5. <i>La balance des paiements</i>		
2. La monnaie, les placements et les financements		
2.1. <i>La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro</i>	Dir des Études et des Statistiques monétaires – SICOS	28 08
2.2. <i>Le financement de l'économie française</i>		
2.3. <i>Les placements intermédiaires</i>		
3. Les marchés de capitaux		
3.1. <i>Les marchés de change et de matières premières</i>	Dir des Opérations de marché – SAM	41 59
3.2. <i>Les marchés de taux d'intérêt</i>		
3.3. <i>Les marchés boursiers</i>		
Études		
Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro	Dir. des Études économiques et de la Recherche – Service d'Études sur les politiques monétaires et financières	49 18
L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro	Dir. des Études économiques et de la Recherche – Service d'Études sur les politiques monétaires et financières	91 63
Le coût du crédit aux entreprises	Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles	39 27
Résumé d'étude		
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004	Dir. des Études et Statistiques monétaires – Service d'Études et Statistiques des opérations financières	28 12

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

Navis Imprimeur Conseil
N° imprimeur : 3138
Dépôt légal : Avril 2005