

N ° 138

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

JUIN 2005



Sommaire

	Page
Éditorial	
La dégradation rapide des soldes extérieurs de la France	
Actualité	
1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	9
3. Les marchés de capitaux	17
Études	
La position extérieure de la France à fin 2004	25
La balance des paiements de la France en 2004	35
Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères	53
Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ?	69
Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004	89
Résumé d'étude	
Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005	97
Statistiques	99
Divers	
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 78 de juin 2005	

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

Achevé de rédiger le 22 juin 2005

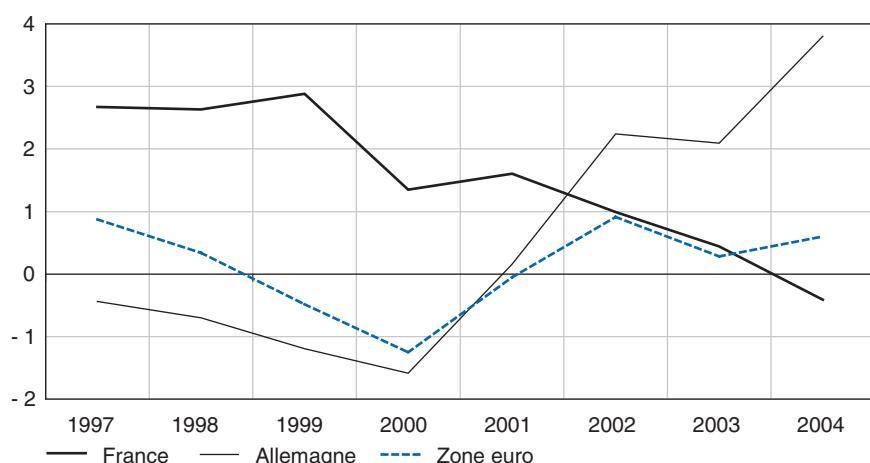
Site internet : www.banque-france.fr

La dégradation rapide des soldes extérieurs de la France

En 2004, le compte de transactions courantes de la balance des paiements française a présenté un solde déficitaire de 6,8 milliards d'euros (0,4 % du PIB). Ce déficit met fin à douze années consécutives d'excédents courants et s'inscrit dans une tendance à la dégradation du solde perceptible depuis plusieurs années. Cette tendance apparaît préoccupante, à la fois en regard des excédents significatifs des dernières années de la décennie quatre-vingt dix, de l'ordre de 2,5 % à 3 % du PIB et, surtout, par comparaison avec l'évolution du solde courant d'autres pays de la zone euro ou de celui de la zone euro vis-à-vis de l'extérieur.

Soldes de transactions courantes

(données annuelles, en % du PIB)



La dégradation du solde courant provient principalement des échanges de biens, qui ont contribué pour moitié au recul du solde courant depuis 1999 et dont le déficit s'est encore aggravé depuis le début de 2005 : en rythme annualisé sur les quatre premiers mois, il atteint 26 milliards d'euros, alors qu'il était de 9 milliards pour l'année 2004 ; hors énergie, le solde de l'année 2004 était exédentaire de 20 milliards, sur les quatre premiers mois de 2005 il ne l'est plus que de 10 milliards, en rythme annualisé.

Sur les dernières années, les exportations françaises, en valeur, ont en effet connu une croissance beaucoup plus faible que celles de nos partenaires européens, et ce quelles que soient les zones de destination¹, ce qui conduit à ne pas attribuer principalement à une structure géographique défavorable ces faibles performances et suggère que d'autres facteurs de compétitivité hors prix ont joué.

¹ Cf. l'article sur la balance des paiements de la France en 2004, dans ce même numéro.

La croissance des exportations de biens et services, selon la Comptabilité nationale, a été de 11,8 % en valeur et de 11,2 % en volume entre le premier trimestre 2000 et le quatrième trimestre 2004, contre, respectivement, 35,7 % et 35,3 % en Allemagne sur la même période. Les entreprises françaises ont donc subi d'importantes pertes de parts de marché et n'ont pas pu, ou pas voulu, les réduire par un resserrement de leurs coûts ou de leurs marges.

La dégradation du solde des échanges de biens tient également à la forte progression des importations depuis quelques années. Celle-ci s'explique par la vigueur de la demande intérieure, du fait, notamment, de la consommation des ménages, beaucoup plus dynamique en France que dans le reste de la zone euro. La concurrence accrue des produits étrangers sur le marché intérieur et l'internationalisation croissante des processus de production n'ont, en revanche, guère joué. En effet, le taux de pénétration en valeur, mesuré par le rapport des importations de biens et services à la demande intérieure, a diminué de plus de 2 points depuis 2000, alors qu'il a augmenté de 1,6 point en Allemagne, où il se situe désormais à près de 35 %, contre moins de 26 % en France.

Quant au solde des voyages, il enregistre un recul de 2000 à 2004, qui tient certes en partie à une conjoncture défavorable pour le tourisme international au cours de la période, sauf en 2004, mais qui ne se réduit pas à un aléa conjoncturel. En témoigne le fait que, parmi les grands pays de la zone euro, la France enregistre une évolution de ses recettes de voyages à peine plus favorable que celle de l'Italie sur les cinq dernières années et en retrait par rapport à la croissance observée en Allemagne ou en Espagne.

Les autres composantes du compte de transactions courantes ont aussi concouru à la dégradation du solde. Les revenus d'investissements directs, qui sont structurellement excédentaires en raison de l'abondance des flux d'investissements français à l'étranger depuis plusieurs années, ont subi l'effet du ralentissement de l'économie mondiale en 2001 : les résultats des filiales étrangères de groupes français, excellents en 1999 et en 2000, se sont alors détériorés. Dans le même temps, et en dépit d'une remontée des taux d'intérêt américains, le déficit des revenus d'investissements de portefeuille s'est élargi, en raison de l'endettement extérieur croissant, lié principalement au financement des investissements directs à l'étranger. Les transferts courants, enfin, ont supporté les conséquences d'un engagement public et privé accru en faveur de l'assistance internationale et de l'aide au développement, ainsi que de la progression de notre contribution à l'Union européenne.

Au total, comme le signale la *Lettre introductive au rapport annuel de la Banque de France* récemment adressée au président de la République, la dégradation du solde des transactions courantes est, pour l'essentiel, le résultat de deux évolutions également préoccupantes : la relativement moins bonne performance de nos exportations par rapport à celles d'autres pays de la zone euro et le fort contenu en importations de la demande intérieure, elle-même en progression sensiblement plus soutenue que chez nos partenaires de la zone euro.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Progression du PIB au premier trimestre

Selon les résultats provisoires des comptes nationaux trimestriels (en base 2000, données cvs-cjo), le PIB a augmenté de 0,2 % au premier trimestre de 2005. La croissance de l'année 2004, en moyenne annuelle, ressort à 2,3 % (2,1 % en données cjo).

Dans la zone euro, selon les premières estimations, le PIB a augmenté de 0,5 % au premier trimestre de 2005 par rapport au trimestre précédent ; en glissement annuel, la croissance atteint 1,3 %.

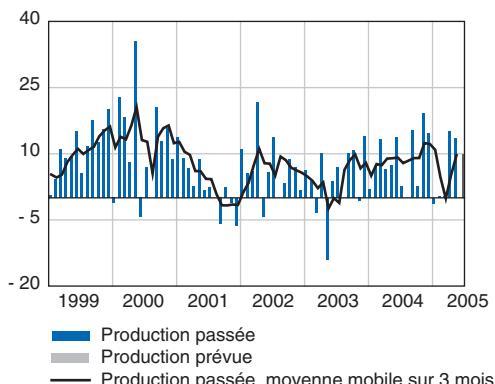
Hausse de la production manufacturière en avril

En avril, la production industrielle, hors bâtiment, a baissé de 0,3 % sur le mois (stabilité en glissement annuel), en raison d'un recul de 4,8 % dans l'énergie. La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie a augmenté de 0,5 % sur le mois et de 0,1 %, en glissement annuel.

Dans la zone euro, la production industrielle hors construction a baissé de 0,2 % en mars 2005 par rapport au mois précédent ; sur un an, elle a diminué de 0,1 %.

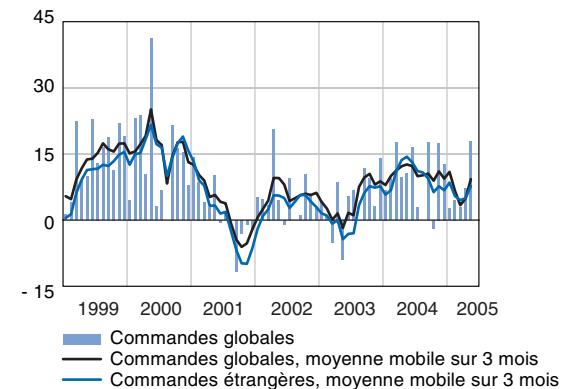
Production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



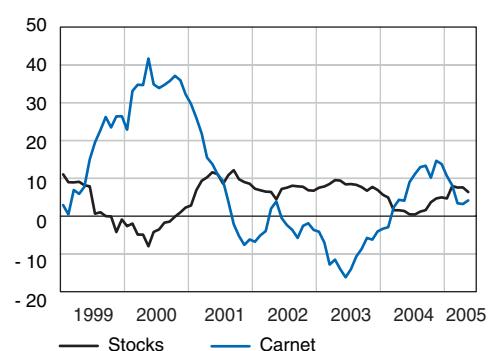
Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé en mai, pour le deuxième mois consécutif, après le palier du premier trimestre. Les perspectives d'activité des prochains mois restent assez favorables.

Le courant de commandes nouvelles s'est nettement raffermi, tant sur le marché intérieur qu'en provenance de l'étranger. Les carnets de commandes sont jugés légèrement supérieurs à la normale.

Les stocks de produits finis restent supérieurs au niveau désiré.

Stocks et carnet de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



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

- Croissance du PIB au premier trimestre 2005 : 3,5 % (précédente estimation : 3,1 %) en variation trimestrielle annualisée, après + 3,8 % au quatrième trimestre 2004 ; en glissement annuel + 3,7 %, après + 3,9 %, respectivement
- Ralentissement de la croissance des dépenses de consommation des ménages en volume en avril : + 0,2 % en variation mensuelle, après + 0,4 % en mars
- Décélération de la hausse des prix à la consommation en avril : + 0,5 % en variation mensuelle (+ 0,6 % en mars) ; + 3,5 % sur un an (3,1 % en mars)
- Révision à la hausse des coûts unitaires salariaux au premier trimestre 2005 : + 3,3 % en variation trimestrielle annualisée (précédente estimation : + 2,2 %), après + 7,7 % au quatrième trimestre 2004 (+ 1,7 % en précédente estimation)
- Légère révision à la hausse de la productivité horaire du travail au premier trimestre 2005 : + 2,9 % (+ 2,6 % en précédente estimation), après + 2,3 % au quatrième trimestre 2004
- Baisse du taux de chômage en mai : 5,1 %, après 5,2 % en avril
- Baisse des indices ISM manufacturier et non manufacturier en mai : 51,4 (53,3 en avril) et 58,6 (67,1 en avril), respectivement
- Recul de l'indice PMI en mai : 51,4, après 53,3 en avril
- Baisse de l'indice de confiance des consommateurs (établi par l'université du Michigan) en mai : 86,9, contre 87,7 en avril, et hausse de celui du Conference Board : 102,2, après 97,5 en avril
- Déficit de la balance des biens et services en avril : 57 milliards de dollars, après 53,6 milliards en mars (55 milliards en première estimation)

Japon

- Léger ralentissement de la baisse de l'indice des prix sous-jacent à la consommation en avril (en glissement annuel) : - 0,2 %, après - 0,3 % en mars
- Hausse des dépenses de consommation de l'ensemble des ménages (en volume) en avril : + 1,0 % sur un mois (0,0 % en mars)
- Reprise de la production industrielle en avril : + 2,2 % en variation mensuelle, contre - 0,2 % en mars
- Hausse de l'indice de confiance des consommateurs en mai : 48,3 (47,4 en avril)
- Progression de 7,4 % de l'investissement sur un an au premier trimestre 2005, selon l'enquête du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (+ 3,5 % au quatrième trimestre 2004)
- Baisse du taux de chômage en avril : 4,4 %, après 4,5 % en mars
- Excédent commercial (données brutes des douanes) en avril : 962,8 milliards de yens (7,1 milliards de dollars), en baisse de 10,4 % sur un an

Royaume-Uni

- Révision de la croissance du PIB : + 2,7 % sur un an au premier trimestre 2005 (2,8 % en première estimation), après + 2,9 % au quatrième trimestre 2004
- Hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation en avril : 1,9 % en glissement annuel, inchangé par rapport à mars
- Baisse de l'indice PMI manufacturier en mai : 47,3, après 49,1 en avril

Zone euro

- Croissance du PIB au premier trimestre 2005 : 1,3 % sur un an, après + 1,5 % au quatrième trimestre 2004
- Glissement annuel de l'indice harmonisé des prix à la consommation en mai : 2 %, selon l'estimation rapide d'Eurostat, après + 2,1 % en avril
- Baisse des commandes à l'industrie en mars : - 0,7 % en glissement annuel, après + 3,2 % en février
- Diminution des ventes au détail (en volume) en avril : - 0,9 % en glissement annuel, après + 1,4 % en mars
- Stabilité du taux de chômage en avril : 8,9 %
- En mai, dégradation de l'indicateur du climat des affaires : - 0,37, contre - 0,28 en avril, et de celui de la confiance du consommateur : - 15 contre - 13 en avril
- Baisse de l'indice PMI manufacturier en mai : 48,7, après 49,2 en avril, et recul de l'indice PMI des services : 53,5, contre 49,2 en avril
- Diminution de l'excédent de la balance commerciale en mars 2005 par rapport à mars 2004 : 4,2 milliards d'euros, contre 10,4 milliards

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 (février, mars et avril) est supérieur de 10,5 % à celui de la période correspondante de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est en hausse de 11,4 %, à raison de 4,6 % pour les logements individuels et de 21,0 % pour les logements collectifs.

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en diminution (- 2,0 %, en glissement annuel, au cours des trois derniers mois).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, appréciée en données brutes, l'activité des services marchands a progressé, en mai, à un rythme proche de celui observé en avril. Sur un an, le courant d'affaires enregistre à nouveau une hausse. Les perspectives restent favorablement orientées.

Hausse de la consommation des ménages en avril

La consommation des ménages en produits manufacturés a progressé sur un mois, de 1,0 % en avril, après - 0,5 % en mars et de 2,8 % sur un an, contre + 3,2 % le mois précédent.

Selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages, corrigé des variations saisonnières, a enregistré une nette dégradation en mai 2005 (- 29, après - 24 en avril). L'opinion des ménages sur l'évolution du niveau de vie, passée et future, diminue de, respectivement, 7 et 9 points.

Selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale s'est repliée en mai, mais s'inscrit toujours en hausse à un an d'intervalle.

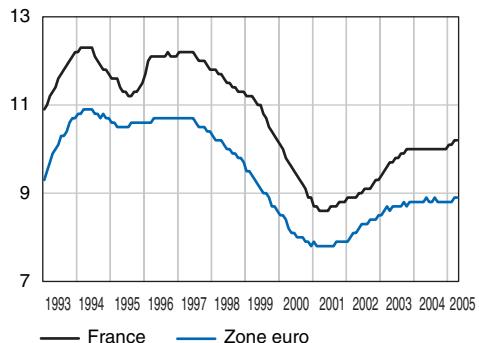
Les immatriculations de voitures particulières neuves ont diminué de 2,6 % en mai 2005, en données cvs-ejo, après une hausse de 1,9 % en avril.

Stabilité du taux de chômage en avril

En avril, le nombre de chômeurs, au sens du Bureau international du travail (BIT), est resté stable

Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Sources : DARES, Eurostat

d'un mois à l'autre ; sur un an il a progressé de 2,1 % (56 000 personnes). Le taux de chômage est stable, à 10,2 % de la population active.

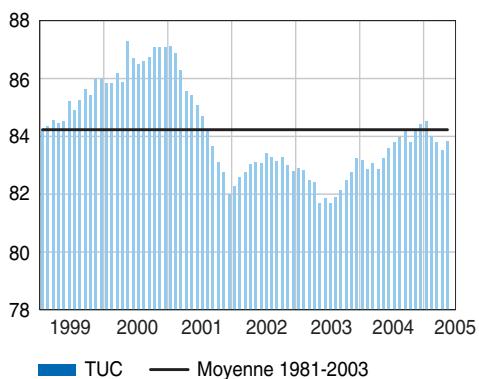
Le taux de chômage de la zone euro est également resté stable en avril, à 8,9 % de la population active.

Légère augmentation du taux d'utilisation des capacités en mai

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

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

(en %, cvs)

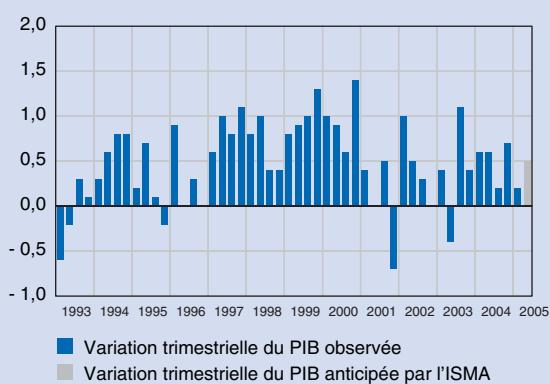


Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (Isma) et de l'indicateur du climat des affaires établis d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (Isma), le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au deuxième trimestre (estimation confirmée en nouvelle base 2000 des comptes nationaux).

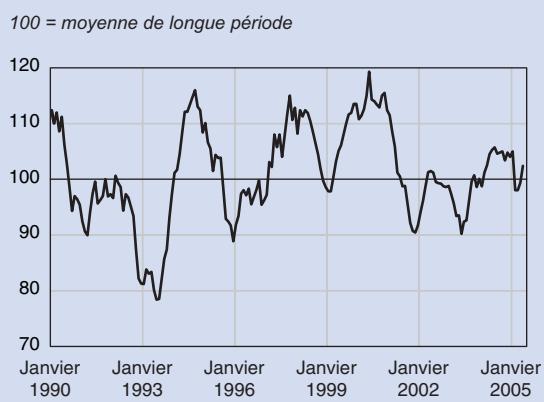
L'acquis de croissance pour 2005 à la fin du deuxième trimestre serait de + 1,3 %.

Évolution de l'Isma et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 102 en mai, après 99 en avril.

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie



1.2. L'évolution des prix

Diminution du coût des matières premières importées par la France en mai

En mai, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, a diminué de 2,0 % en euros, (+ 14,6 % sur un an) et de 3,8 % en dollars (+ 21,4 % sur un an).

D'un mois à l'autre, l'euro s'est déprécié de 1,9 % par rapport au dollar, s'établissant à 1,27 dollar.

L'indice du pétrole, en euros, a baissé de 4,4 % (+ 23,7 % sur un an).

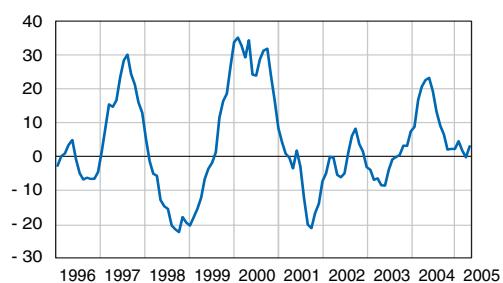
Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a diminué de 6,1 %, cotant 48,86 dollars en moyenne (+ 30,9 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros a augmenté de 0,3 % (+ 3,0 % sur un an).

L'indice partiel du coût des produits alimentaires a augmenté de 3,3 %, tandis que ceux des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont diminué de, respectivement, 0,1 et 0,9 %.

Coût en euros des matières premières importées Hors énergie

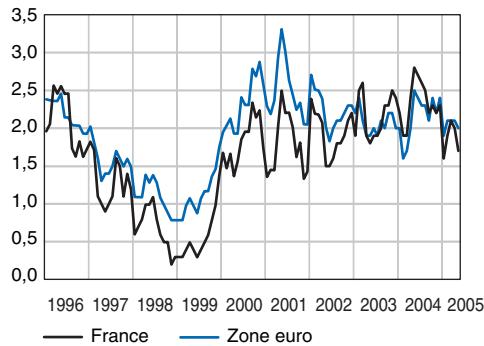
(en glissement annuel, en %)



Source : Indice Banque de France

Indice harmonisé des prix à la consommation

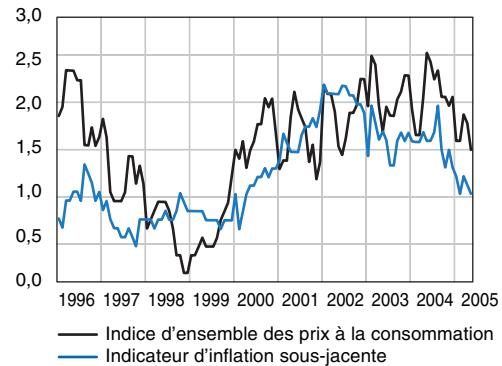
(cvs, en glissement annuel en %)



Sources : INSEE, Eurostat

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

(cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

Hausse des prix à la production dans l'industrie

Les prix à la production dans l'industrie se sont accrus de 0,2 % en avril, après + 0,7 % le mois précédent. En glissement annuel, la hausse s'établit à + 3,1 %.

Dans l'industrie manufacturière, les prix sont en hausse de 0,1 % en avril, après + 0,2 % en mars ; sur un an, ils ont augmenté de 2,4 %.

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

Stabilité de l'indice des prix à la consommation harmonisé en mai

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté stable par rapport à avril ; il a progressé de + 1,7 % sur un an.

L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a augmenté de 0,1 % sur le mois (+ 1,5 % sur un an).

Cette légère progression de l'indice traduit, notamment, le renchérissement des produits frais et des autres services, en particulier dans les activités liées au tourisme à l'approche de l'été.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel est estimé à 2,0 % en mai, contre 2,1 % en avril.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé en mai de 0,1 % par rapport à avril, et de + 1,0 % en glissement annuel.

1.3. La compétitivité

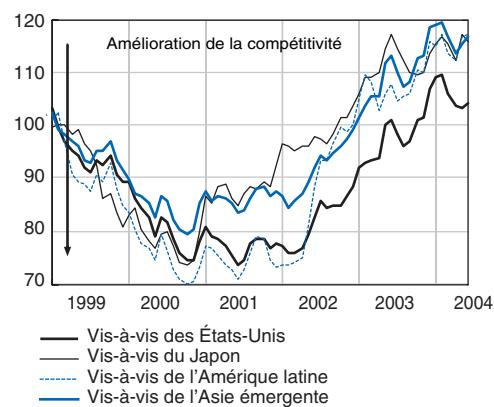
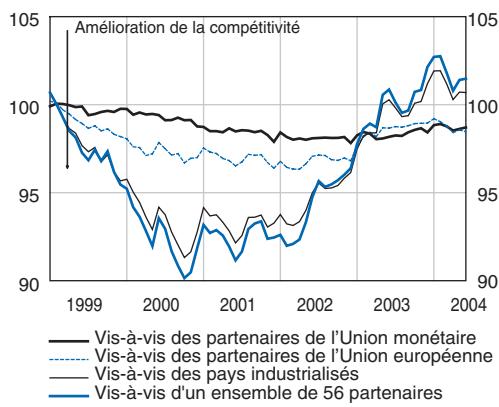
Évolution de la compétitivité de l'économie française

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 101,6 en mai, contre 102,3 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



Source : 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 avril 2005

Le déficit cvs atteint 3,2 milliards d'euros (contre un solde révisé de -2,3 milliards en mars), sous l'effet d'une forte poussée des importations associée à une très légère reprise des exportations. Le déficit énergétique s'allège en revanche, à -2,9 milliards d'euros, contre -3,6 milliards en mars.

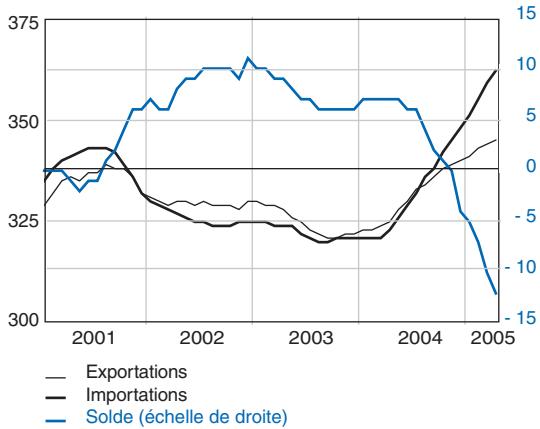
Les exportations s'élèvent à 28,6 milliards d'euros. Le montant des ventes, toujours élevé, fait apparaître des contrastes tant géographiques que sectoriels. Au repli des exportations de véhicules automobiles en Europe et à la stagnation des livraisons d'Airbus, répond une progression des ventes de produits agroalimentaires, ainsi que des livraisons de produits pétroliers raffinés. On note un redressement des exportations de biens intermédiaires.

Les importations s'élèvent à 31,8 milliards d'euros. Les approvisionnements énergétiques se réduisent par rapport à mars. Si la tension reste vive sur les prix des hydrocarbures, le volume des achats de produits raffinés diminue sensiblement en avril. Les achats industriels civils enregistrent une nette reprise par rapport à mars, notamment pour les biens de consommation (produits pharmaceutiques en particulier) et les produits de l'industrie automobile, mais pas pour les produits textiles.

L'excédent vis-à-vis des États-Unis augmente, alors que le déficit envers l'Allemagne s'accentue. Le déficit

Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)

(en milliards d'euros)



Source : direction des Douanes

à l'égard de l'Asie, qui s'était réduit en mars, se creuse de nouveau, tandis qu'un déficit avec les nouveaux membres de l'Union européenne apparaît. On observe une détérioration assez générale des soldes avec les pays de l'Union européenne.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en avril 2005

En avril 2005, le déficit cvs des transactions courantes se dégrade encore, de 1,4 milliard d'euros à - 3,4 milliards. Sont principalement à l'origine de cette détérioration, les échanges de biens, avec des importations en augmentation de plus de 3 %, et les revenus des investissements, dont le solde devient négatif sous l'effet d'une progression des dépenses d'intérêts au profit des non-résidents.

Sur les quatre premiers mois 2005, les transactions courantes affichent un déficit de 8,6 milliards d'euros. Par rapport aux quatre premiers mois 2004, la dégradation ressort à quelque 9 milliards d'euros, provenant de l'augmentation des importations de biens, tandis que les autres rubriques du compte de transactions courantes présentent des soldes stables ou en amélioration.

Le solde du compte financier est équilibré en avril 2005

Les investissements directs français à l'étranger font apparaître des sorties nettes de 1,3 milliard d'euros, des prêts et flux de trésorerie de plus de 9 milliards à destination des non-résidents ayant été presque contrebalancés par une importante opération de désinvestissement en capital social. Les investissements directs étrangers en France se soldent aussi par des sorties de 1,3 milliard d'euros, dues aux remboursements par les filiales françaises d'avances de leurs maisons mères non résidentes.

Les investissements de portefeuille se soldent par des sorties de 7,3 milliards d'euros. Les résidents ont en effet procédé à des achats de valeurs étrangères pour 8,2 milliards d'euros, leurs acquisitions de titres de dette (23,6 milliards, dont plus de 14 milliards d'obligations) contrastant avec leurs cessions d'actions et autres titres de participation (15,3 milliards). De leur côté, les non-résidents ont également été vendeurs nets d'actions, pour 10,1 milliards d'euros, et acheteurs de titres de dette, pour 11 milliards.

Au sein des « Autres investissements », les engagements nets des institutions financières monétaires vis-à-vis de l'extérieur se sont accrus de 4,1 milliards d'euros, après des sorties nettes de 21,3 milliards en mars.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)
Compte de transactions courantes								
<i>Biens</i>	2 865	- 6 315	- 2 186	- 1 341	- 2 250	- 2 483	1 209	- 8 260
<i>Services</i>	14 002	10 269	8	260	646	477	1 672	1 391
<i>Total « Biens et services »</i>	16 867	3 954	- 2 178	- 1 081	- 1 604	- 2 006	2 881	- 6 869
<i>Recettes</i>	407 336	427 508	32 688	34 778	38 604	36 508	138 368	142 578
<i>Dépenses</i>	390 469	423 554	34 866	35 859	40 208	38 514	135 487	149 447
<i>Revenus</i>	7 080	6 858	- 1 396	2 916	2 253	- 4 598	- 772	- 825
<i>Transferts courants</i>	- 16 928	- 17 565	1 040	- 1 466	- 1 804	- 1 526	- 3 197	- 3 756
Compte de capital	- 7 666	1 741	- 25	178	25	39	370	217
Compte financier								
<i>Investissements directs</i>	9 710	1 556	6 788	- 870	- 8 163	- 114	- 25 348	- 2 359
<i>Français à l'étranger</i>	- 9 435	- 18 913	- 3 281	- 2 464	126	- 2 597	- 3 728	- 8 216
<i>Étrangers en France</i>	- 47 090	- 38 498	- 5 100	- 2 407	- 9 274	- 1 345	- 14 981	- 18 126
<i>Investissements de portefeuille</i>	37 655	19 585	1 819	- 57	9 400	- 1 252	11 253	9 910
<i>Avoirs</i>	5 770	- 45 089	- 29 474	1 028	15 799	- 7 309	- 56 130	- 19 956
<i>Engagements</i>	- 170 628	- 140 902	- 38 417	- 15 552	3 786	- 8 246	- 89 109	- 58 429
<i>Produits financiers dérivés</i>	176 398	95 813	8 943	16 580	12 013	937	32 979	38 473
<i>Autres investissements</i>	- 6 058	5 100	- 556	35	- 3 460	5 127	3 711	1 146
<i>Avoirs</i>	21 604	63 967	42 294	- 1 579	- 21 878	6 399	31 296	25 236
<i>Engagements</i>	- 13 693	- 89 743	- 11 682	- 8 214	- 27	- 70 140	- 69 589	- 90 063
<i>Avoirs de réserve</i>	35 297	153 710	53 976	6 635	- 21 851	76 539	100 885	115 299
Erreurs et omissions nettes	- 2 171	- 3 509	- 2 195	2 110	1 250	- 1 734	- 497	- 569
	- 9 063	3 456	- 4 229	323	9 293	8 205	26 066	13 592

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

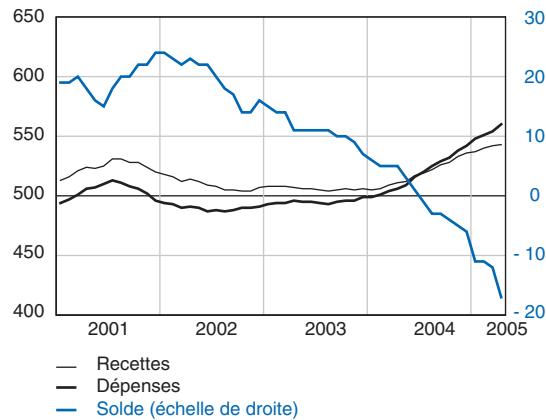
(c) Chiffres provisoires

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

Transactions courantes

Douze mois glissants (données brutes)

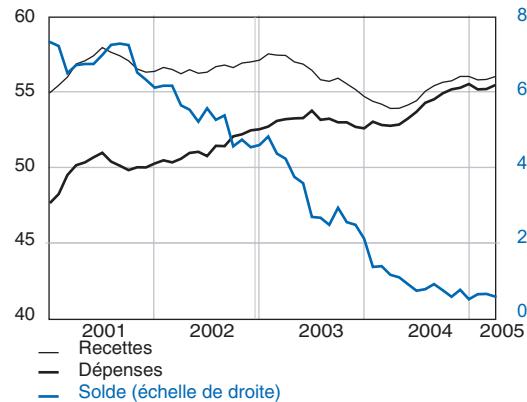
(en milliards d'euros)



Services (hors voyages)

Douze mois glissants (cvs)

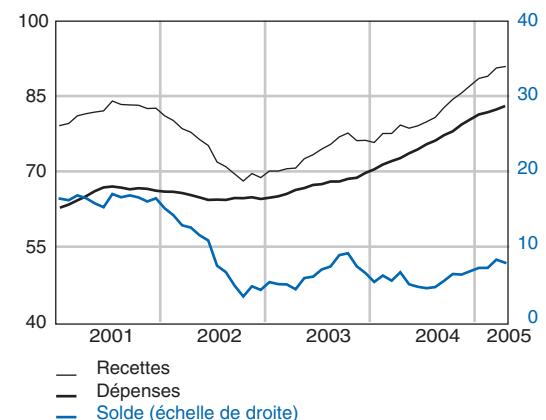
(en milliards d'euros)



Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)

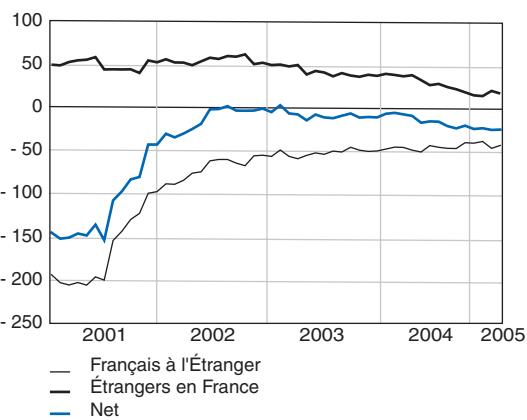
(en milliards d'euros)



Investissements directs

En signe de balance
Soldes cumulés sur douze mois

(en milliards d'euros)

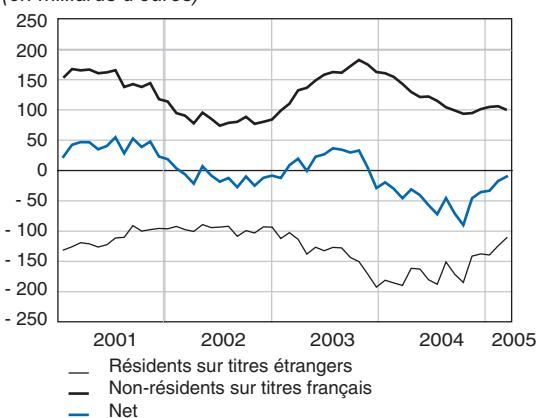


Investissements de portefeuille

En signe de balance

Soldes cumulés sur douze mois

(en milliards d'euros)

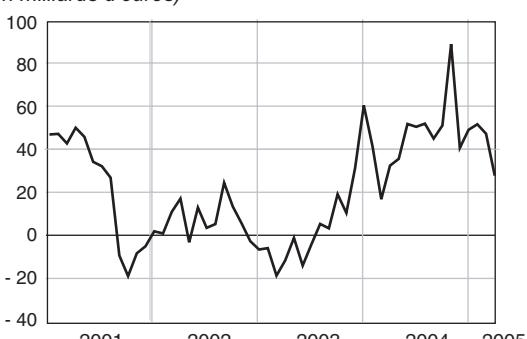


Autres investissements nets

des institutions financières monétaires

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, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'est établi à 6,7 % en avril, après 6,5 % en mars. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 s'est élevée à 6,6 % pour la période allant de février à avril, sans changement par rapport à la période allant de janvier à mars.

Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé a légèrement progressé en avril (7,7 %, après 7,5 % en mars).

La contribution des concours au secteur privé à la croissance de M3 s'est renforcée par rapport au mois précédent (10,2 points de croissance, au lieu de 9,9 points en mars).

Contributions à la croissance annuelle de M3

Données cvs

	(en points)	
	Mars 2005	Avril 2005
Créances nettes sur l'extérieur	1,6	1,4
Concours au secteur privé	9,9	10,2
Concours aux administrations publiques	0,8	1,1
Ressources non monétaires	- 5,9	- 5,7
Divers	0,0	- 0,3
Total	6,5	6,7

Sources : BCE

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	Encours Avril 2005	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)		
		Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro
		Mars 2005	Avril 2005	Avril 2005
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	481,4	17,8	17,5	
+ Dépôts à vue	2 544,4	7,8	7,9	
= M1	3 025,8	9,3	9,3	
+ autres dépôts monétaires	2 693,7	4,8	5,2	
= M2	5 719,5	7,1	7,3	
+ instruments négociables	956,4	2,8	3,2	
= M3	6 675,9	6,5	6,7	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 707,6	7,6	7,4	
Créances sur le secteur privé (données cvs)	8 912,9	7,5	7,7	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	402,6	6,5	8,4	15,8
Comptes sur livrets	386,8	7,2	7,2	23,1
Dépôts à terme \leq 2 ans	49,5	4,7	7,5	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	299,5	4,9	8,0	47,7
Instruments du marché monétaire	55,0	6,2	0,3	62,6
Crédits au secteur privé (c)	1 299,7	9,1	7,8	16,9
Endettement intérieur total (d)	2 882,1	6,5	6,5	
dont : Administrations publiques	1 056,2	6,0	5,9	
Sociétés non financières	1 156,3	5,2	5,2	
Ménages	669,5	9,7	9,6	

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

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'*endettement intérieur total* est resté inchangé en avril 2005 (6,5 %). Le taux de croissance de l'endettement des sociétés non financières est resté stable, alors que le taux de progression de l'endettement des ménages, tout comme celui de l'endettement des administrations publiques, a très légèrement fléchi.

Endettement intérieur total par agents

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

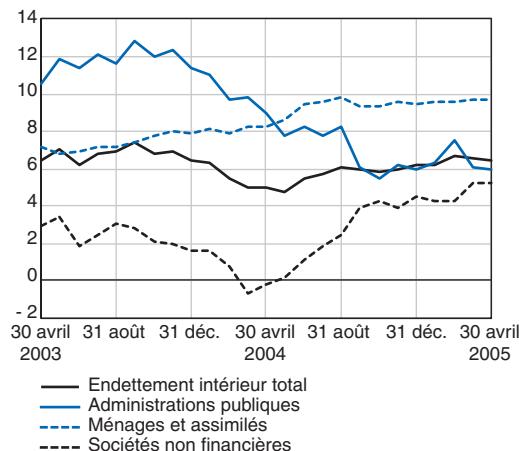
Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Endettement intérieur total	4,9	6,5	6,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	5,0	6,1	6,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents	0,0	8,6	8,1
Financements de marché	6,0	6,5	6,3

(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques se rapportant aux crédits.

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



La légère accélération des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes a été contrebalancée par le ralentissement de la croissance des financements de marché et des crédits obtenus auprès des non résidents.

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 avril 2005 à 5,2 milliards d'euros dont 0,2 milliard pour les entreprises cotées.

Le montant cumulé 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 97 % des capitaux collectés sur les douze derniers mois.

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

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

(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 quelque peu ralentie, sous l'effet, notamment, d'une nouvelle décélération de la croissance des titres à court terme. En revanche, la progression des titres de dette émis par les sociétés non financières s'est renforcée. Ce mouvement a tenu principalement à une accélération de la composante des titres à court terme,

tandis que l'encours des titres à moyen et long termes a retrouvé une évolution légèrement positive.

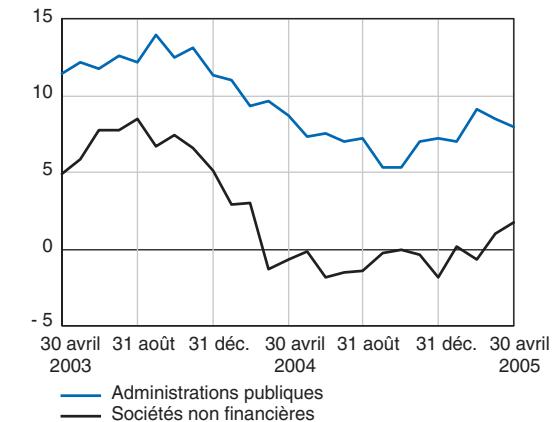
Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Endettement sur les marchés	6,0	6,5	6,3
<i>Administrations publiques</i>	8,7	8,4	8,0
≤ 1 an	11,8	- 8,7	- 11,3
> 1 an	8,3	10,9	10,8
<i>Sociétés non financières</i>	- 0,7	1,0	1,8
≤ 1 an	- 4,6	8,0	9,4
> 1 an	- 0,1	- 0,1	0,4

Les émissions brutes de titres de dette à plus d'un an ont totalisé 23,1 milliards d'euros en avril, contre 25,1 milliards en mars, correspondant, pour près de la moitié, à des titres d'État et à hauteur de 90 % à des valeurs libellées en euros. Compte tenu des remboursements intervenus (29,8 milliards d'euros, dont 18,3 milliards de dette publique négociable),

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques

(taux de croissance annuel en %)



l'encours émis a diminué de 6,7 milliards d'euros, après avoir augmenté de 13,2 milliards au mois de mars. Sur l'ensemble des douze derniers mois, les émissions nettes se sont élevées à 109,6 milliards d'euros.

Émissions de titres de dette à long terme des résidents

	(en milliards d'euros)						
	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin avril 2005
Année 2004	Avril 2004 à mars 2005	Mai 2004 à avril 2005	Avril 2005	Avril 2004 à mars 2005	Mai 2004 à avril 2005	Avril 2005	
Sociétés non financières	- 7,4	- 0,5	0,9	- 0,4	33,6	31,7	1,4
<i>dont : Devises</i>	3,0	1,0	0,2	0,0	4,7	4,1	0,2
État	55,6	57,7	54,9	- 7,0	131,1	130,1	11,3
Administrations publiques (hors État)	12,2	24,2	25,5	1,7	29,6	30,8	1,7
<i>dont : Devises</i>	4,5	6,5	7,1	1,0	6,5	7,2	1,0
Institutions financières monétaires	28,0	33,8	27,9	- 1,1	108,6	107,6	8,6
<i>dont : Devises</i>	8,6	10,4	8,0	0,1	21,9	20,2	1,4
Institutions financières non monétaires	- 0,7	0,0	0,5	0,1	2,4	2,6	0,1
<i>dont : Devises</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Total	87,7	115,3	109,6	- 6,7	305,4	302,7	23,1
<i>dont : Devises</i>	16,1	17,9	15,3	1,0	33,1	31,5	2,5
							1 542,2
							126,2

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

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

(en milliards d'euros)

	Année 2004	Émissions nettes		Émissions brutes		Encours à fin mai 2005		
		Mai 2004 à avril 2005	Juin 2004 à mai 2005	Mai 2004 à avril 2005	Juin 2004 à mai 2005			
Sociétés non financières	- 17,4	- 8,8	- 9,2	- 0,5	5,3	5,4	0,1	105,2
État	39,0	47,0	44,9	5,7	77,1	75,1	5,7	570,5
Autres administrations publiques	7,9	15,1	15,2	0,0	18,5	18,5	0,0	54,5
Institutions financières monétaires	- 1,4	- 5,3	- 3,9	2,0	18,9	19,4	2,2	157,1
Institutions financières non monétaires	- 1,2	- 0,8	- 0,8	0,0	0,6	0,6	0,0	23,9
Total	27,0	47,3	46,5	7,1	120,4	118,9	8,0	911,3

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mai 2005 ont totalisé 8,0 milliards d'euros, contre 8,5 milliards le mois précédent. Compte tenu des moindres remboursements intervenus au cours de ce mois (0,9 milliard d'euros contre 23,6 milliards en avril), les émissions nettes sont redevenues positives, à hauteur de 7,1 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor (dont une nouvelle ligne d'OAT échéance avril 2021) ont représenté plus de 70 % du total émis sur la place de Paris. À fin mai, l'État a réalisé près des deux-tiers de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2005 (61 milliards d'euros prévus, dont 11 milliards sur les lignes indexées).

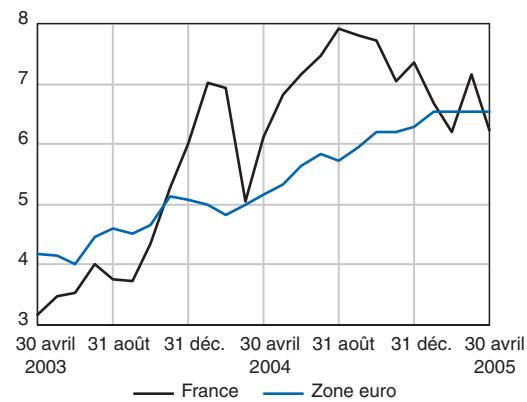
2.2.2. L'évolution des crédits**Les crédits des institutions financières monétaires**

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est ralentie pour s'établir à 6,2 %, après 7,2 % le mois précédent.

Le ralentissement de la croissance des crédits a concerné

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

aussi bien les concours consentis par les banques que ceux octroyés par les établissements spécialisés.

Dans le même temps, la contraction des crédits de l'ensemble CDC-CNE s'est quelque peu atténuée.

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Crédits des IFM	6,1	7,2	6,2
Banques	5,3	10,9	9,7
Caisse de dépôts et consignations, et Caisse nationale d'épargne	14,2	- 13,9	- 12,7
Etablissements spécialisés	5,7	0,8	- 0,5

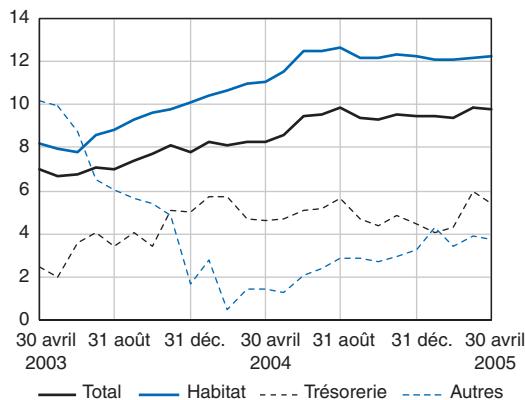
Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Crédits des IFM	6,1	7,2	6,2
Aux administrations publiques	13,6	- 8,9	- 7,2
Au secteur privé	5,3	9,1	7,8
dont :			
Crédits des établissements de crédit aux ménages	8,3	9,8	9,8
dont : Trésorerie	4,6	5,9	5,4
Habitat	11,1	12,2	12,2
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	- 0,1	6,3	6,2
dont : Trésorerie	- 9,4	6,2	5,2
Investissement	3,6	5,8	5,6

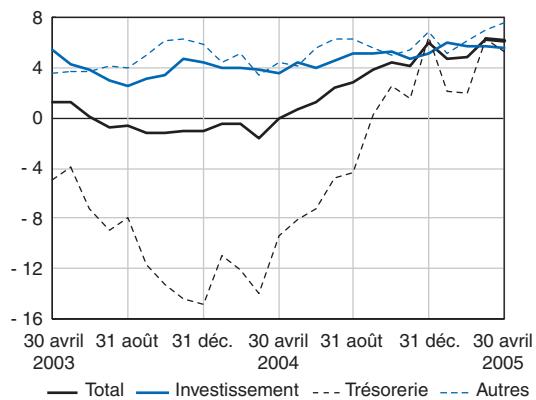
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



La croissance annuelle des prêts au secteur privé s'est nettement ralenti, tandis que la contraction des crédits aux administrations publiques s'est atténuée.

Les taux d'intérêt débiteurs

Taux débiteurs

(moyennes mensuelles en %)

	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Découverts aux ménages			
Zone euro	9,91	9,62	9,63
France	10,67	10,16	10,11
Crédits à l'habitat aux ménages (a)			
Zone euro	4,77	4,35	4,36
France	4,12	3,70	3,68
Crédits aux SNF (b)			
Zone euro	3,88	3,88	3,87
France	3,13	3,52	3,43
Crédits aux SNF (c)			
Zone euro	2,99	3,03	3,00
France	2,82	2,95	2,74

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) > à 5 ans et ≤ à 10 ans
 (b) PFIT < à 1 an et montant initial < à 1 million d'euros
 (c) PFIT < à 1 an et montant initial > à 1 million d'euros

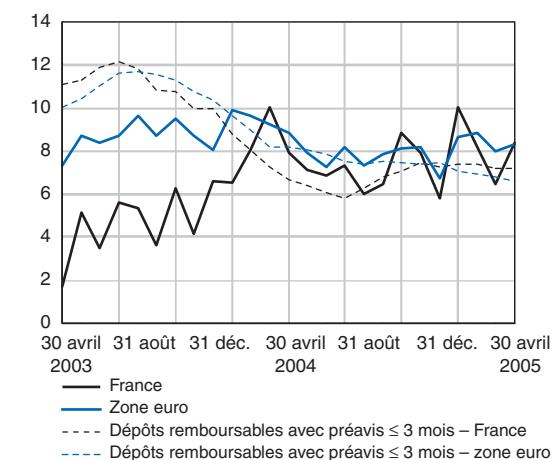
Sources : BCE, Banque de France

2.3. Les placements intermédiaires

Les placements auprès des institutions financières monétaires

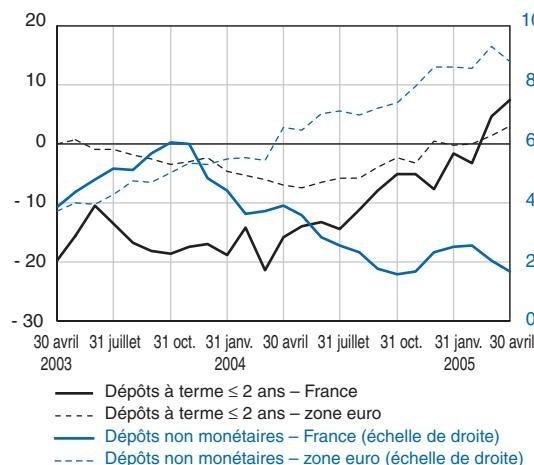
Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



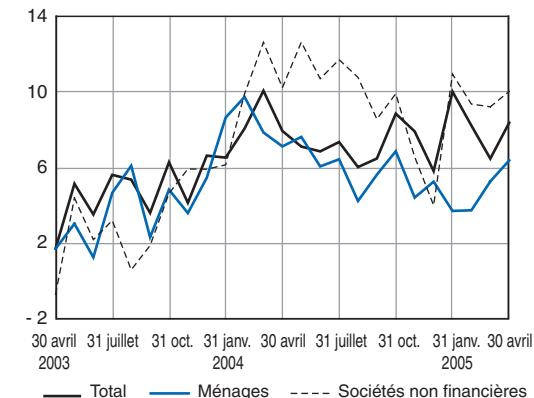
Sources : BCE, Banque de France

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue s'est renforcée sensiblement en avril tandis que celle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois est restée inchangée. Les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ont enregistré une accélération marquée en avril. En revanche, le taux de progression des dépôts non monétaires (dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans) s'est de nouveau inscrit en baisse.

Dépôts à vue par agents

France

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts à vue

France

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Dépôts à vue	7,9	6,5	8,4
Ménages	7,1	5,3	6,4
Sociétés non financières	10,2	9,2	10,0
Autres	54,2	- 4,6	- 9,4

L'accélération de la progression annuelle des dépôts à vue a concerné aussi bien les dépôts des ménages que ceux des sociétés non financières. En revanche, le mouvement de contraction des dépôts des autres agents (sociétés d'assurance, clientèle financière) s'est nettement accentué.

Comptes sur livret

France

(taux de croissance annuel en %)

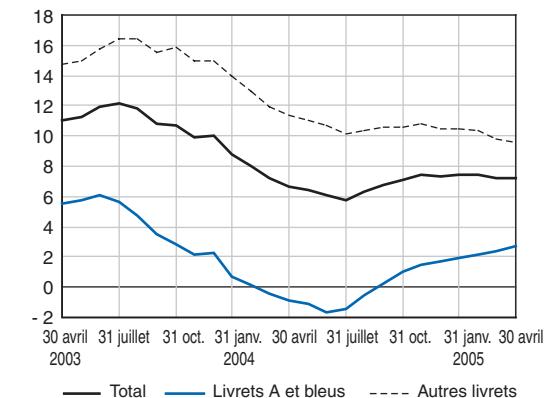
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Comptes sur livret	6,7	7,2	7,2
Livrets A et bleus	- 0,9	2,4	2,7
Livrets soumis à l'impôt	19,7	17,2	17,1
Livrets d'épargne populaire	8,6	3,5	3,1
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	5,3	6,1	5,9

Le taux de croissance annuel de l'ensemble des comptes sur livret est resté inchangé en avril, l'accélération de la progression des livrets A et bleus ayant été compensée par un ralentissement sur les autres produits.

Comptes sur livret

France

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

La croissance annuelle des placements à court terme rémunérés à des taux de marché s'est ralentie en avril, sous l'effet d'un net fléchissement de la progression des titres de créances d'une durée inférieure ou égale à deux ans et d'un retournement de l'évolution des pensions. En revanche, après avoir retrouvé une orientation positive en mars, les dépôts à terme

accentuent leur progression. La croissance des titres d'OPCVM monétaires s'est également redressée.

Placements à court terme rémunérés aux taux du marché monétaire

France

	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	- 3,8	9,6	9,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	- 15,7	4,7	7,5
Titres d'OPCVM monétaires	7,4	5,0	8,1
Titres de créances ≤ 2 ans	- 25,3	10,1	0,6
Pensions	18,2	18,9	- 0,7

Dépôts non monétaires

France

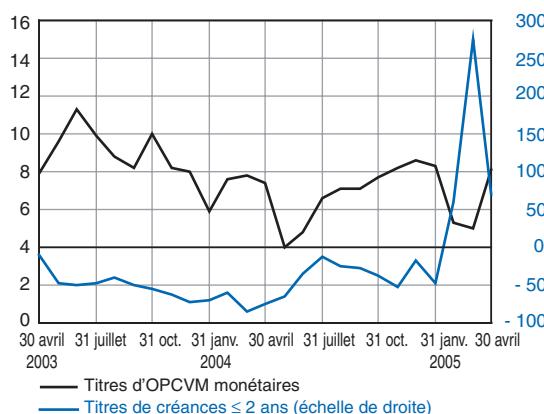
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Dépôts non monétaires	3,9	2,0	1,7
dont : PEP bancaires	- 6,3	- 7,0	- 7,1
PEL	4,8	3,2	3,1

La croissance annuelle des dépôts non monétaires a légèrement fléchi sous l'effet, notamment, du ralentissement de la progression des plans d'épargne logement (PEL) et d'une très légère accentuation de la contraction de l'encours des plans d'épargne populaire.

Principaux placements en titres monétaires

France

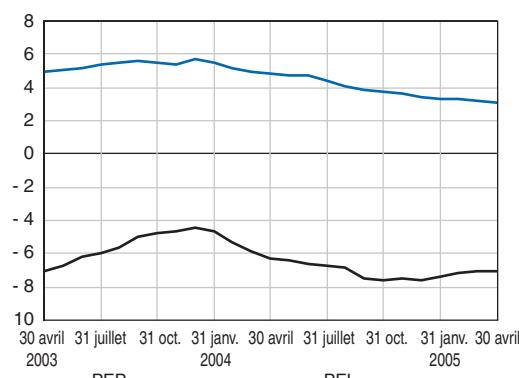
(taux de croissance annuel en %)



Principaux dépôts non monétaires

France

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

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

	(en %)		
	Décembre 2003	Décembre 2004	Avril 2005
OPCVM obligations	28,2	28,6	29,2
OPCVM actions	26,7	28,2	28,0
OPCVM diversifiés	35,1	32,9	32,6
OPCVM garantis	10,0	0,1	0,1
OPCVM de fonds alternatifs	–	1,7	1,8
Fonds à formule	–	8,5	8,3
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorité des marchés financiers

Par rapport à décembre 2004, la part des OPCVM « obligations » et, dans une moindre mesure, celle des OPCVM « de fonds alternatifs » ont augmenté aux dépens de celles des OPCVM « actions », « diversifiés » et « fonds à formule ». La part des OPCVM « garantis » est restée inchangée.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

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

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

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

Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM

	(en %)			
	Décembre 2003	Décembre 2004	Mars 2005	Avril 2005
OPCVM obligations	4,1	5,4	3,9	5,6
OPCVM actions	14,8	9,3	10,6	6,3
OPCVM diversifiés	7,8	4,9	4,1	3,2

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

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » a sensiblement progressé. À l'inverse, les rendements des titres d'OPCVM « diversifiés » et surtout « actions » ont diminué de manière significative.

Les taux d'intérêt créditeurs

Sur les marchés, la moyenne mensuelle du taux d'intérêt interbancaire à 3 mois est demeurée inchangée par rapport à celle de mars. En revanche, celle du rendement de l'emprunt phare 10 ans s'est inscrite en baisse d'une vingtaine de points de base.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Euribor 3 mois	2,049	2,137	2,137
Emprunt phare 10 ans	4,19	3,75	3,54
Livret A	2,25	2,25	2,25

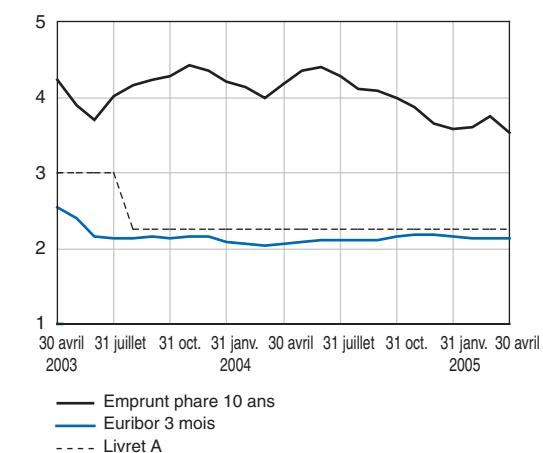
Taux créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Avril 2004	Mars 2005	Avril 2005
Dépôts à vue des SNF			
Zone euro	0,87	0,94	0,95
Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois			
Zone euro	1,96	1,97	1,95
France	2,35	2,56	2,53
Dépôts à terme ≤ 1 an			
Zone euro	1,96	1,93	1,94
France	2,57	2,06	2,05
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	2,41	2,40	2,32
France	2,67	2,62	2,53

Sources : BCE, Banque de France

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Sur les marchés de change, le mois de mai a été caractérisé par la hausse du dollar contre la plupart des devises, en particulier contre l'euro, dans un contexte d'anticipations croissantes de rejet du traité portant sur la constitution européenne en France et aux Pays-Bas.

La baisse des taux d'intérêt s'est poursuivie dans les principaux pays, en particulier sur les maturités longues des rendements obligataires. Les écarts de taux entre titres souverains de la zone euro se sont élargis, au détriment des pays dont les finances publiques sont les plus dégradées. Sur le marché du crédit, les écarts de rendement ont enregistré d'importants mouvements en liaison avec l'abaissement de notations de certaines grandes entreprises.

Enfin, les principaux indices boursiers, en baisse en avril, se sont inscrits en nette hausse en mai.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

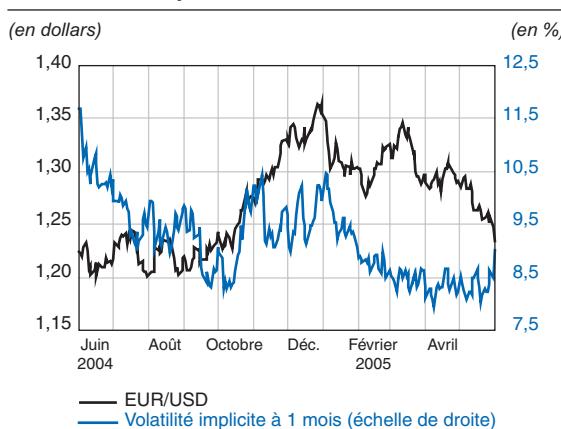
Après avoir évolué dans une fourchette de fluctuation de 1,28-1,34 contre dollar depuis le début de l'année, l'euro s'est significativement déprécié en mai, clôturant le mois à 1,2338 dollar. Plusieurs facteurs ont pu contribuer à cette évolution, en particulier l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt à court terme favorable au dollar, la banque centrale américaine ayant relevé son taux directeur à 3 % le 3 mai. Le recul de l'euro a également été lié aux anticipations croissantes de rejet du traité de la constitution européenne en France et aux Pays-Bas. Ces éléments, ainsi que la publication d'une

réduction sensible du déficit commercial américain en mars (55 milliards de dollars, contre 61,9 milliards attendu et 60,6 milliards le mois précédent), ont éclipsé les incertitudes liées au financement des déséquilibres extérieurs américains mises en évidence par la publication d'un chiffre des achats nets de titres américains par les non-résidents, en mars, en recul et largement inférieur aux attentes (46 milliards de dollars, contre 70 milliards attendu et 85 milliards le mois précédent).

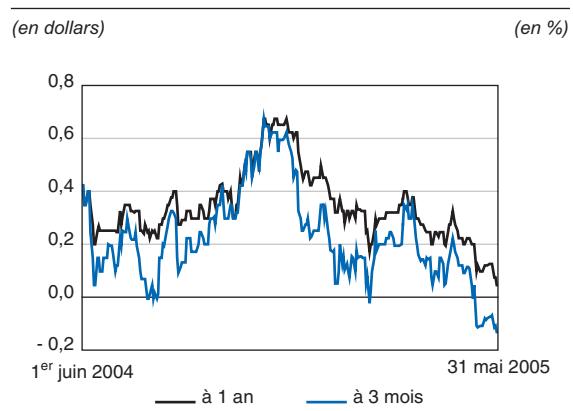
L'évolution du *risk-reversal* (différence entre le prix d'une option d'achat et d'une option de vente de même prix d'exercice) illustre le renversement de sentiment vis-à-vis de l'euro : à l'échéance de 3 mois, le marché paraît désormais privilégier une stratégie de protection contre une baisse de l'euro, tout en restant neutre à plus longue échéance. Parallèlement, le recul de l'euro s'est accompagné, à la fin du mois de mai, d'une remontée significative de la volatilité implicite tirée des options de change sur l'euro, jusque 9 % pour un horizon d'un mois.

Le yen japonais s'est apprécié contre euro mais il s'est déprécié contre dollar, évoluant au gré des rumeurs concernant la possible réévaluation du yuan chinois. Les autorités de Hong-Kong ont par ailleurs annoncé un élargissement progressif des marges de fluctuation autorisées du dollar de Hong-Kong (entre 7,75 et 7,85 unités pour 1 dollar américain) afin d'atténuer l'attractivité de leur devise comme véhicule de spéulation sur un changement de régime de change en Chine.

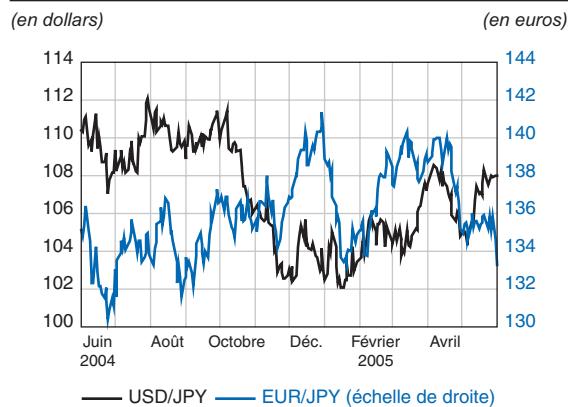
Cours de change et volatilité du prix de l'euro



Risk reversal sur l'EUR/USD



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



La livre sterling a connu une évolution contrastée. Dans un premier temps, elle s'est dépréciée contre l'euro, après les élections générales du 5 mai, à la suite, notamment, de statistiques dénotant un ralentissement de l'activité, puis s'est appréciée dans les derniers jours du mois.

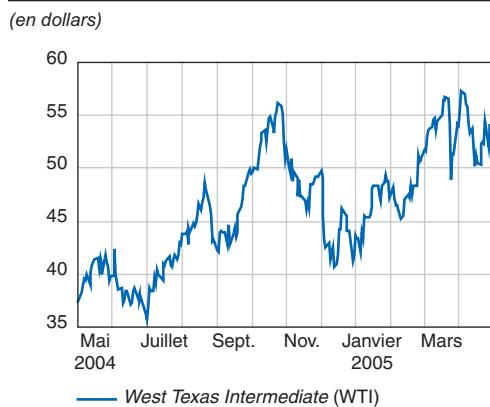
Le cours de l'or, exprimé en dollar, s'est inscrit en retrait, parallèlement à l'appréciation de la devise des États-Unis, passant de 434 à 417 dollars l'once en mai. Par contre, il a atteint son plus haut niveau contre l'euro depuis avril 2003, à 336,6 euros l'once. Il a bénéficié d'achats spéculatifs de la part de *hedge funds*.

Le prix du pétrole a baissé jusqu'au 20 mai, jusqu'à 46,80 dollars le baril pour la référence *West Texas Intermediate* grâce à la reconstitution des stocks de produits pétroliers aux États-Unis. Les prix se sont ensuite redressés jusqu'à 51,97 dollars le baril, le 31 mai, les craintes d'une offre structurellement insuffisante face à la croissance de la demande mondiale ressurgissant.

3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Les taux d'intérêt en Europe, aux États-Unis et au Japon ont connu une évolution similaire : détente marquée des taux longs et aplatissement des courbes de rendement.

Cours du pétrole



Baisse des taux d'intérêt aux États-Unis

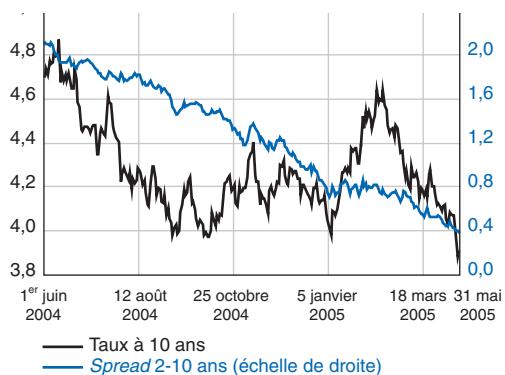
Les taux américains se sont inscrits en baisse sensible. Le taux à 2 ans a perdu 8 points de base, à 3,57 %, et le taux à 10 ans 22 points de base, à 3,90 %, soit un niveau inférieur à celui de 4 % qualifié par le président de la Réserve fédérale américaine d'« énigme » (*conundrum*) en février. Cette évolution est en effet surprenante dans un contexte :

- de poursuite du raffermissement monétaire opéré par le *Federal Open Market Committee* (FOMC) du Système de réserve fédéral qui a, sans surprise, relevé son taux cible le 3 mai 2005 de 25 points de base, à 3 %, et accompagné cette décision par un communiqué confirmant son attachement à une approche progressive dans la poursuite du cycle de resserrement monétaire ;
- de bonne tenue de l'économie américaine (progression significative de l'emploi dans le secteur non agricole en avril (274 000 emplois créés, contre 110 000 en mars ; croissance du PIB au premier trimestre 2005 revue à la hausse, à 3,5 %, contre 3,1 % en rythme annualisé) et de reprise des marchés boursiers.

La détente des rendements des titres d'État américains pourrait en partie s'expliquer par un mouvement de fuite vers la qualité alimentée par les turbulences observées sur le marché du crédit.

Taux à 10 ans et écart entre les taux à 2 ans et 10 ans aux États-Unis

(en %)



Taux des obligations d'État japonaises à 10 ans

(en %)



Les taux implicites des contrats *future* fonds fédéraux et eurodollar ont enregistré un léger recul pour les échéances de fin 2005 et une baisse plus marquée pour les contrats d'échéance 2006 et 2007, le consensus de marché anticipant toujours une remontée progressive du taux cible, à 3,75 %, d'ici la fin de l'année 2005. Dans le même temps, les points morts d'inflation ont légèrement baissé aux États-Unis, se situant à 2,4 % à l'horizon de 10 ans en fin de mois, malgré une progression plus rapide qu'anticipé de l'indice des prix à la consommation en avril (+ 3,5 %, contre + 3,3 % attendu et + 3,1 % en mars).

Baisse des taux au Japon

Après une remontée transitoire à un niveau proche de 1,30 %, le taux à 10 ans japonais a fini le mois de mai à un niveau inchangé par rapport à la fin avril, à environ 1,25 %. Les données économiques publiées au cours du mois relatives à l'économie japonaise ont été plutôt bien orientées, avec une reprise de la production industrielle et une légère baisse du chômage.

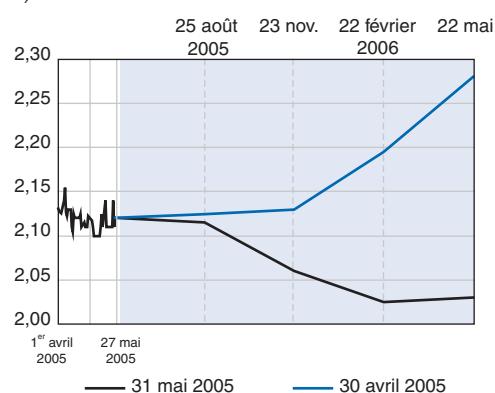
Diminution des rendements obligataires européens

La Banque centrale européenne a maintenu, le 4 mai, son taux directeur inchangé, à 2 %. Cette décision s'est

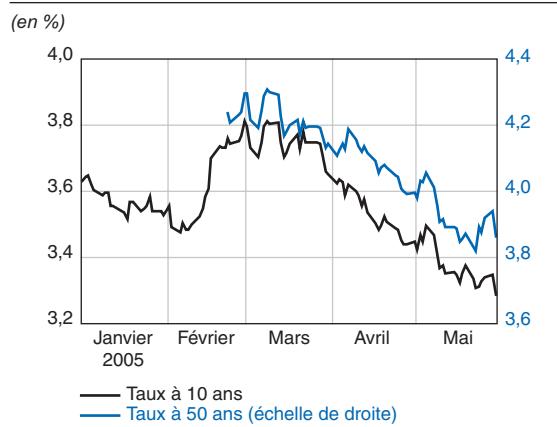
inscrite dans un contexte de conjoncture en ralentissement en Europe, qui a fait disparaître les anticipations de resserrement monétaire dans la zone euro et pu contribuer à la baisse des taux obligataires, plus marquée sur la partie longue de la courbe. Alors que le marché attendait encore, en début de mois, un resserrement de 25 points de base lors du premier trimestre 2006, les anticipations de hausse s'étaient dissipées à la fin du mois de mai : aucune modification des taux directeurs n'étant plus attendue, à cette date, à horizon d'un an. Le taux à 2 ans a baissé de 10 points de base, à 2,14 %, le taux à 10 ans de 15 points de base, à 3,29 %, et le taux à 30 ans de 14 points de base, à 3,84 %.

Courbes des taux au jour le jour anticipés tirés des swaps Eonia

(en %)

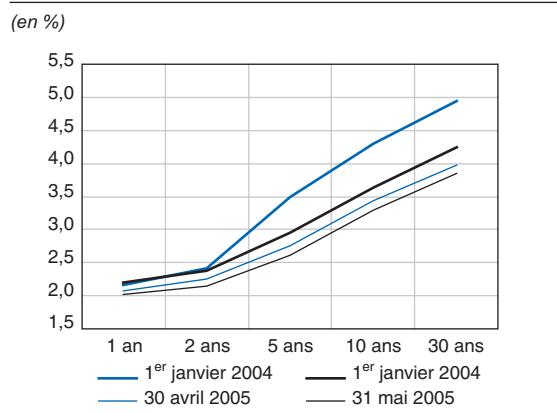


Taux longs français

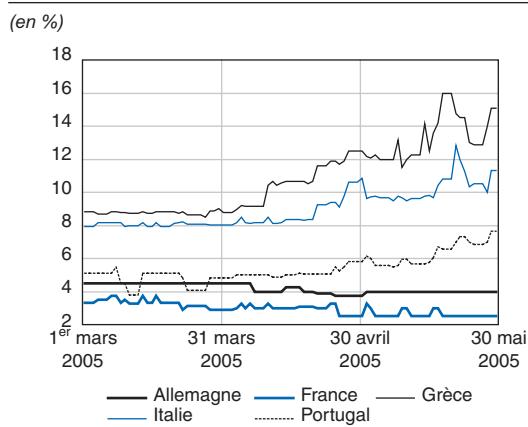


Les écarts de taux entre les différents pays européens se sont sensiblement élargis, au détriment, notamment, de la Grèce, de l'Italie et du Portugal, en liaison possible avec la révision du Pacte de stabilité et de croissance, la nouvelle dégradation des finances publiques de certains États et les inquiétudes sur les conséquences du rejet du traité de constitution européenne.

Les taux d'intérêt au Royaume-Uni ont connu une évolution similaire à celle de l'Europe continentale, marquée par la baisse des taux (– 17 points de base pour le taux à 2 ans, à 4,25 %, et – 22 points de base pour le taux à 10 ans, à 4,31 %). Après la France en février, le Royaume-Uni a émis, le 26 mai, une obligation à 50 ans, pour un montant de 2,5 milliards de livres et une soumission de 4 milliards de la part des investisseurs. Le taux de rendement s'est établi le jour de l'émission à 4,21 %, soit 54 points de base sous le taux directeur britannique (4,75 %) et 7 points de base sous le taux à 30 ans.

Courbe des taux des titres d'État en France depuis le 1^{er} janvier 2004

Primes de CDS (credit default swaps) de la zone euro



NB : Les primes de *swaps* de défaut sont utilisées afin d'évaluer le risque de crédit souverain ou privé. Elles sont un outil d'analyse venant compléter les observations d'écart de taux sur les obligations traditionnelles.

Diminution de l'aversion au risque de crédit

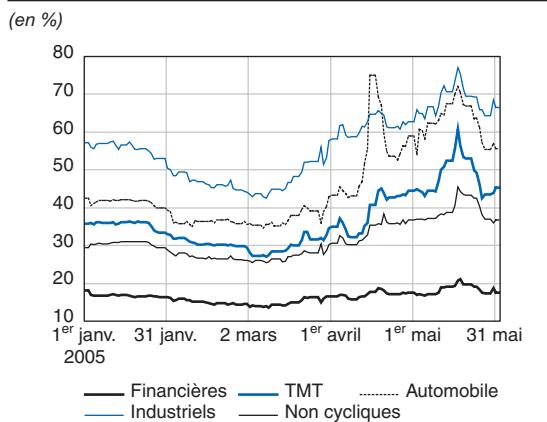
En mai, le marché du crédit privé a connu d'importants mouvements : il a tout d'abord nettement baissé en liaison avec la dégradation par Standard & Poor's de General Motors et Ford en catégorie non « investment grade », ces deux émetteurs devenant les plus importants émetteurs dont la dette est sortie de la catégorie investissement depuis Worldcom en 2002.

La baisse du marché n'a pour autant pas été homogène et les risques de crédit ont évolué de manière décorrélée. Selon de nombreux observateurs, cette plus grande discrimination du risque de crédit a affecté très négativement la valeur de structures de titrisation (CDO) sur lesquelles certains *hedge funds* sont positionnés. Les tranches *equity* et *mezzanine* de ces structures ont en effet évolué de manière divergente : la valeur des tranches *equity* reculant

Prime de signature dans la zone euro

Émetteur	31 mai 2005	30 avril 2005	(en points de base)	
			Variation / 30 avril	31 déc. 2004 / 31 déc. 2004
<i>Corporate AAA</i>				
5-7 ans	15	13	+ 2	19
Corporate AA				- 4
5-7 ans	29	27	+ 2	32
Corporate BBB				- 3
5-7 ans	117	112	+ 5	79
Financières AA	32	29	+ 3	30
Industrielles AA	23	22	+ 1	23
Télécom	61	58	+ 3	52
Sources : Merrill Lynch, spread observé sur des paniers d'obligations de maturité de 5 à 7 ans				

Évolution des primes de credit default swap Indices iTraxx



très fortement, en liaison avec la progression du risque de défaut liée à la dégradation de la dette des constructeurs automobiles américains.

3.3. Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont progressé en mai, annulant les baisses d'avril. Les craintes suscitées par la dégradation brutale du marché du crédit en avril avaient déclenché des opérations de rééquilibrage de portefeuille au détriment des actifs risqués et,

notamment, des actions. La stabilisation progressive du marché du crédit a favorisé une meilleure performance des principaux indices boursiers en mai, leur permettant d'atteindre leur plus haut niveau depuis le début de l'année en Europe. Les indices américains et japonais sont toutefois restés en deçà de leur niveau de clôture de fin d'année 2004. Les cours des indices boursiers ont également bénéficié d'annonces de résultats d'entreprises supérieurs aux attentes des investisseurs pour le premier trimestre 2005 (notamment pour 65 % des entreprises du S&P 500) et de la bonne tenue de l'économie américaine.

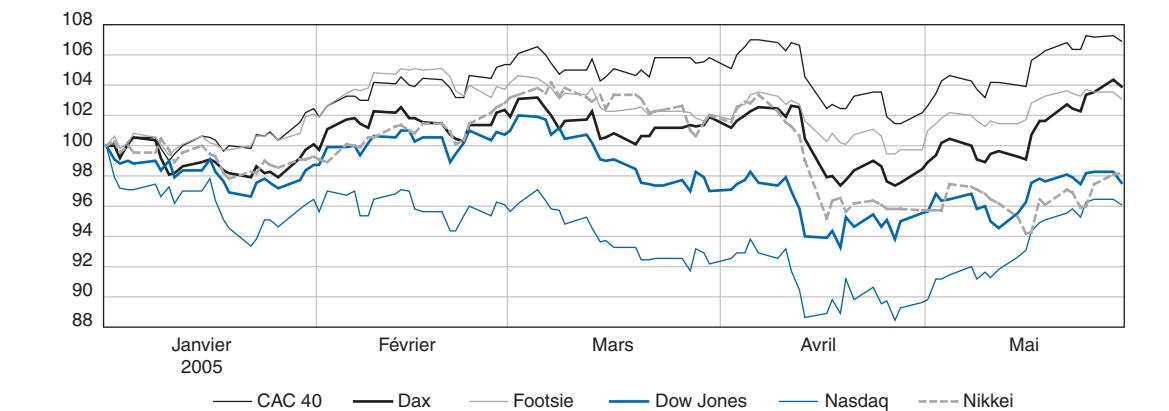
La volatilité implicite tirée des options sur indices boursiers a décrue au cours du mois, pour retrouver des niveaux historiquement bas.

Indices boursiers

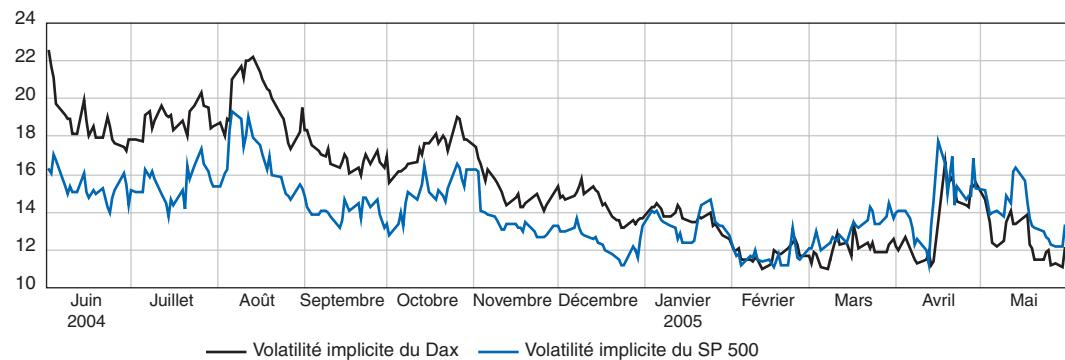
	Niveau au 31 mai 2005	Variation/ 30 avril 2005	Variation/ 31 déc. 2004
CAC 40	4 120,73	5,34	7,84
DAX	4 460,63	6,59	4,81
DJ EuroStoxx 50	2 934,75	4,16	5,77
FTSE	4 964,00	3,38	3,11
Nasdaq	2 068,22	7,63	- 4,93
Dow Jones	1 0467,5	2,70	- 2,93
Nikkei	1 1276,6	2,43	- 1,85

Principaux indices boursiers

(base 100 au 1^{er} janvier 2005)



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



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

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

	Mai 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	476,8	66,0	455,6	65,7
Pensions à taux fixe	173,1	24,0	188,2	27,1
Pensions à taux variable	303,7	42,1	267,4	38,6
BTAN	170,4	23,6	168,3	24,3
Pensions à taux fixe	44,2	6,1	52,2	7,5
Pensions à taux variable	126,2	17,5	116,2	16,7
BTF	74,6	10,3	69,7	10,0
Pensions à taux fixe	14,3	2,0	16,1	2,3
Pensions à taux variable	60,3	8,3	53,4	7,7
TOTAL	721,9	100,0	693,6	100,0
Pensions à taux fixe	231,7	32,1	256,5	37,0
Pensions à taux variable	490,2	67,9	437,1	63,0

Taux des BTF et BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 mai	30 avril	Variation
1 mois	2,02	2,05	- 3
3 mois	2,02	2,02	0
6 mois	2,01	2,03	- 2
12 mois	2,04	2,10	- 6
2 ans	2,19	2,30	- 11
5 ans	2,62	2,76	- 14

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en mai 2005		Encours à fin mai 2005
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	565,3	2,8	371,7
Certificats de dépôt négociables	507,9	- 1,1	240,0
BMTN	0,8	- 0,4	51,8
Billets de trésorerie	56,6	4,3	79,9

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

Échéances	30 avril au 6 mai	7 au 13 mai	14 au 20 mai	21 au 27 mai
1 jour	(-)	2,11	2,12	2,13
10 jours	2,16	(-)	2,12	(-)
30 jours	2,16	2,16	2,20	2,16
90 jours	2,20	2,20	2,20	2,21
180 jours	2,19	2,25	2,22	2,15

Taux de rendement à l'émission des certificats de dépôts négociables

(en %)

Échéances	30 avril au 6 mai	7 au 13 mai	14 au 20 mai	21 au 27 mai
1 jour	2,10	2,07	2,10	2,10
10 jours	2,00	2,06	2,03	2,07
30 jours	2,10	2,11	2,10	2,10
90 jours	2,16	2,16	2,16	2,16
180 jours	2,18	2,18	2,18	2,18

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)
		mars 2005	avril 2005	mai 2005	mai 2005		
1 mois	mars 2005	2	5	9	5		
	avril 2005	1	4	10	5		
	mai 2005	1	4	11	4		
3 mois	mars 2005	4	6	11	8		
	avril 2005	6	8	14	8		
	mai 2005	5	8	18	8		

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

Le mois de mai 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) à l'exception des émetteurs non notés, qui enregistrent une hausse de 4 points de base pour les 3 mois.

La position extérieure de la France à fin 2004

En 2004, la position extérieure de la France s'est légèrement réduite. En valeur de marché, la position crééditrice diminue de 8,9 milliards d'euros, pour s'établir à 110,8 milliards, contre 119,7 milliards à fin 2003. En valeur comptable, la position débitrice, qui était de – 49 milliards d'euros en 2003, est de – 56,4 milliards fin 2004.

Cette évolution reflète pour l'essentiel l'impact des modifications des prix des actifs financiers, la variation des cours des devises ayant eu peu d'influence sur la position nette globale, en raison d'une compensation de l'effet change sur les différentes natures d'investissements. En effet, la baisse du dollar et de certaines autres monnaies a contribué à la dégradation de la position nette des investissements directs, dont la moitié des créances est libellée en devises et, plus faiblement, à celle des investissements de portefeuille. Par contre, elle a sensiblement amélioré la position nette des « Autres investissements », position proche de l'équilibre en euro et débitrice en devises.

Au sein des investissements directs réalisés dans les sociétés résidentes, la part des prêts entre affiliés continue d'augmenter au détriment de celle des capitaux propres. En revanche, la structure des investissements directs français à l'étranger est stable. Les investissements de portefeuille connaissent des évolutions contrastées : les résidents ont réalisé d'importantes acquisitions sur les marchés internationaux, tandis que les portefeuilles des non-résidents en valeurs françaises ont augmenté à un rythme très inférieur à celui observé en 2003.

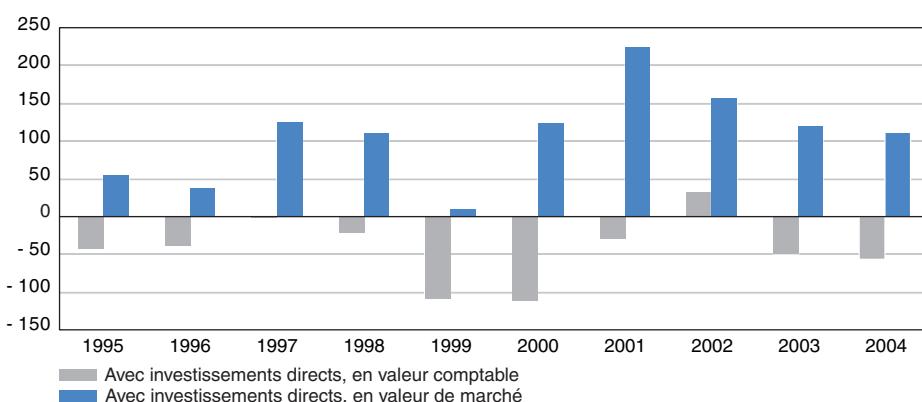
Nadine GUILLAUME
Audrey BOYER
Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs

1. Évolution des cours de bourse et réduction du solde de la position extérieure

À fin 2004, la position extérieure s'établit à $-56,4$ milliards d'euros, après -49 milliards à fin 2003, avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable, et à $+110,8$ milliards, après $+119,7$ milliards, s'ils sont valorisés au prix de marché. L'écart entre ces deux évaluations tient au mode de valorisation des capitaux propres et des investissements immobiliers dans les stocks d'investissements directs.

Évolution de la position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



Les flux financiers ont peu contribué à l'évolution de la position en 2004. En effet, les flux entrants des « Autres investissements » compensent presque totalement les flux sortants des investissements directs et de portefeuille. La diminution de la position extérieure en valeur de marché ($-8,9$ milliards d'euros) est essentiellement due aux modifications des prix des actifs financiers ($-10,7$ milliards) et aux effets liés aux variations de cours de change ($-2,6$ milliards) partiellement compensés par des autres ajustements ($+6$ milliards)¹.

L'impact de l'appréciation de l'euro sur les investissements directs ($-7,8$ milliards d'euros) et de portefeuille ($-1,7$ milliard) a été compensé par celui relevant des autres investissements ($+9,1$ milliards), dont la part en devises des engagements nets est largement prédominante.

L'effet sur le solde de la position extérieure de l'évolution de la valeur des indices boursiers provient essentiellement des investissements de portefeuille.

¹ La décomposition des effets de change et de bourse ne prend pas en compte l'éventuelle interaction entre le mouvement du taux de change et le mouvement du cours relatif des bourses.

Tableau 1
Position extérieure de la France

	(en milliards d'euros)				
	2000	2001	2002	2003	2004
Investissements directs					
En valeur comptable	199,2	242,3	191,8	158,3	169,4
En valeur de marché	436,0	496,2	316,1	327,1	336,6
Investissements de portefeuille	- 306,8	- 291,5	- 165,9	- 187,7	- 159,3
Produits financiers dérivés	- 3,5	5,7	- 4,0	- 9,2	- 7,9
Autres investissements	- 69,1	- 52,5	- 48,7	- 66,5	- 115,3
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8
Solde de la position extérieure					
Avec les investissements directs, en valeur comptable	- 112,0	- 29,3	32,1	- 49,0	- 56,4
Soit, en pourcentage du PIB	- 7,9	- 2,0	2,1	- 3,1	- 3,5
Avec les investissements directs, en valeur de marché	124,9	224,6	156,4	119,7	110,8
Soit, en pourcentage du PIB	8,8	15,2	10,2	7,7	6,8

Tableau 2
Évolution de la position extérieure de la France en 2004
Estimation des investissements directs en valeur de marché

	(en milliards d'euros)				
	Stocks à fin 2003	Transactions (a)	Variations dues aux cours de change (a)	Variations dues aux cours de bourse y compris les autres ajustements (a)	Stocks à fin 2004
Investissements directs	327,1	18,9	- 7,8	- 1,5	336,6
Français à l'étranger	950,5	38,5	- 8,9	41,3	1 021,2
Étrangers en France	- 623,4	- 19,6	1,1	- 42,8	- 684,6
Investissements de portefeuille	- 187,7	45,1	- 1,7	- 15,0	- 159,3
Titres étrangers	1 082,3	140,9	- 6,9	33,4	1 249,7
Titres français	- 1 270,0	- 95,8	5,2	- 48,4	- 1 409,0
Produits financiers dérivés	- 9,2	- 5,1	0,5	5,8 (b)	- 7,9
Autres investissements (hors avoirs de réserve)	- 66,5	- 64,0	9,1	6,0 (c)	- 115,3
Avoirs de réserve	56,0	3,5	- 2,7	ns	56,8
Solde	119,7	- 1,6	- 2,6	- 4,6	110,8

NB : En raison des écarts d'arrondis, un agrégat peut ne pas être exactement égal au total des composantes
ns : non significatif

(a) En signe de position :

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

(b) Pour les PFD les variations d'encours (hors transactions) ont été imputées forfaitairement sur celles dues aux cours de bourse

(c) Montant correspondant à des autres ajustements, imputables exclusivement aux crédits commerciaux

2. Progression de la position nette en investissements directs

2.1. Hausse de la valeur des stocks

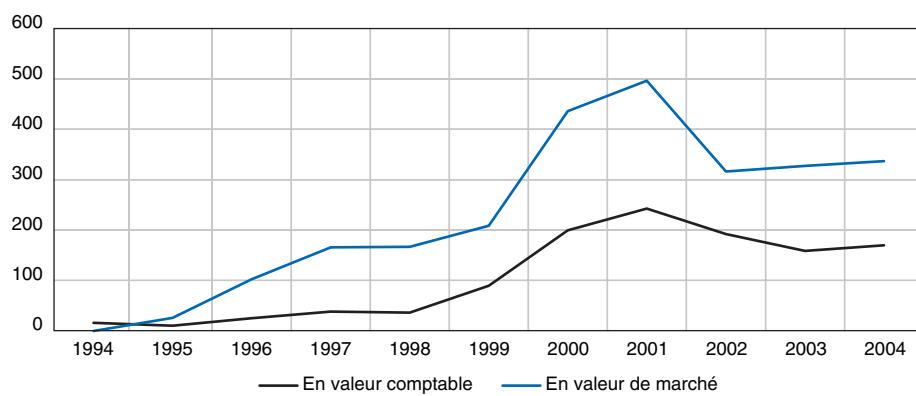
Globalement, la position nette des investissements directs en valeur comptable croît de 11,1 milliards d'euros (7 %), pour s'élever à 169,4 milliards à fin 2004.

Le stock d'investissements directs français à l'étranger en valeur comptable progresse de 5,2 %, après 2 % en 2003, pour s'élever à 599,7 milliards d'euros. Cette progression plus marquée s'explique principalement par une dépréciation moins importante des créances en devises étrangères qui représentent un peu moins de la moitié du stock².

En revanche, les investissements directs étrangers en France sont essentiellement libellés en euros. Les effets de valorisation monétaire sont donc faibles. Au total, l'encours à fin 2004 augmente de 4,5% pour atteindre 430,3 milliards d'euros (cf. tableau 3). L'accroissement est plus faible qu'en 2003 (12 %), en raison d'une diminution de près de la moitié des flux d'investissements directs étrangers en France.

Position nette des investissements directs

(milliards d'euros)



La position nette des investissements directs en valeur de marché connaît également une hausse de 9,5 milliards d'euros, pour s'établir à 336,6 milliards. Les stocks d'investissements directs français à l'étranger progressent de 70,7 milliards d'euros pour s'élever à 1 021,2 milliards et les investissements directs étrangers en France en valeur de marché augmentent également (61,2 milliards) pour atteindre 684,6 milliards à fin 2004 (cf. tableau 2).

² Le cours du dollar est passé de 1,05 dollar par euro fin 2002 à 1,26 fin 2003 et 1,36 fin 2004.

Tableau 3
Stocks des investissements directs
En valeur comptable

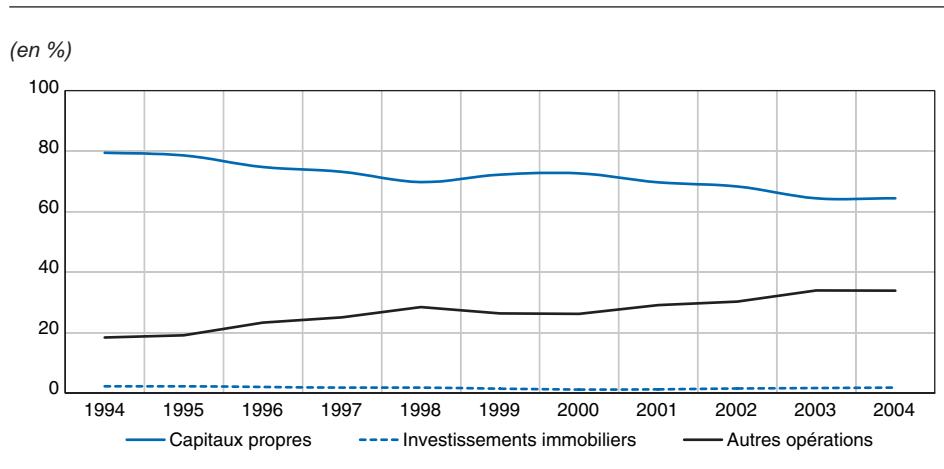
	2003	Transactions	Autres variations	(en milliards d'euros) 2004
Investissements directs français à l'étranger	570,2	38,5	- 9,0	599,7
Capitaux propres	367,4	25,3	- 6,7	386,0
Autres opérations	193,5	11,8	- 2,3	203,0
Investissements immobiliers	9,4	1,3	0,0	10,7
Investissements directs étrangers en France	- 411,9	- 19,6	1,2	- 430,3
Capitaux propres	- 216,6	0,6	0,0	- 216,1
Autres opérations	- 150,3	- 14,0	1,1	- 163,2
Investissements immobiliers	- 44,8	- 6,2	0,0	- 51,0
Position des investissements directs	158,3	18,9	- 7,8	169,4

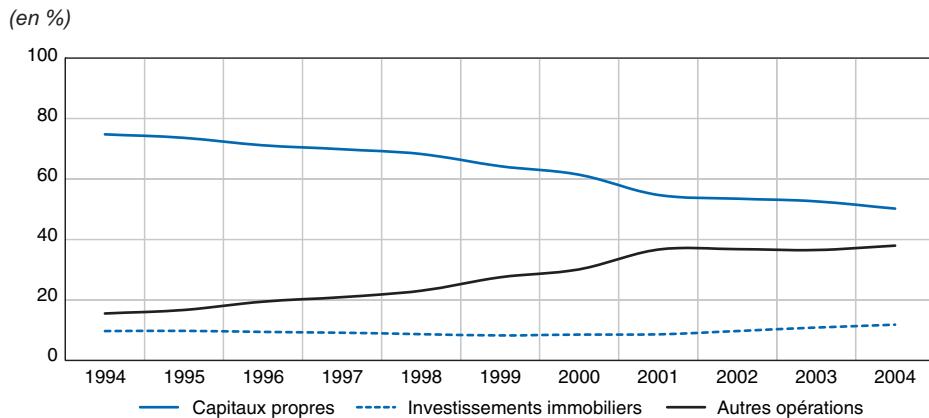
2.2. Part croissante des prêts des non-résidents vers les résidents

Les prêts entre affiliés connaissent une hausse plus marquée pour les prêts octroyés aux résidents. En effet, les prêts français à l'étranger augmentent de 4,7 %, tandis que les prêts des étrangers en France progressent de 8,5 %. La part des prêts des résidents dans la structure des investissements directs français à l'étranger est stable à 33,8 %, alors que la part des prêts accordés par les non-résidents à leur filiale progresse pour atteindre 37,9 %.

Cette évolution indique que les opérations d'investissements directs en France passent, de plus en plus, par la mise en place de financements sous forme de prêts effectués par des maisons-mères étrangères auprès de leurs filiales françaises, afin que celles-ci réalisent elles-mêmes des investissements réels ou financiers sur place.

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



Structure des investissements directs étrangers en France
En valeur comptable

La part des capitaux propres dans les stocks d'investissements directs évolue symétriquement.

Au sein des investissements directs français à l'étranger, les montants des capitaux propres et des prêts entre affiliés progressent au même rythme (5 %). La structure reste, de ce fait, inchangée en 2004.

À l'inverse, dans les investissements directs étrangers en France, le montant des capitaux propres demeure stable alors que les autres opérations et les investissements immobiliers augmentent. En conséquence, la part des capitaux propres diminue pour ne plus représenter que la moitié du total des stocks.

2.3. Augmentation continue des stocks d'investissements immobiliers en France

Le total des investissements immobiliers (en valeur comptable) effectués par les étrangers en France continue de progresser mais dans une moindre mesure par rapport à l'année précédente (13,8 %, contre 25,4 % en 2003). La part des investissements immobiliers dans les investissements directs étrangers en France s'élève désormais à environ 12 %. Le stock d'investissements immobiliers français à l'étranger augmente également de 13,8 % sur l'année, mais sa part dans les stocks d'investissements directs reste relativement modeste (1,8 % du total).

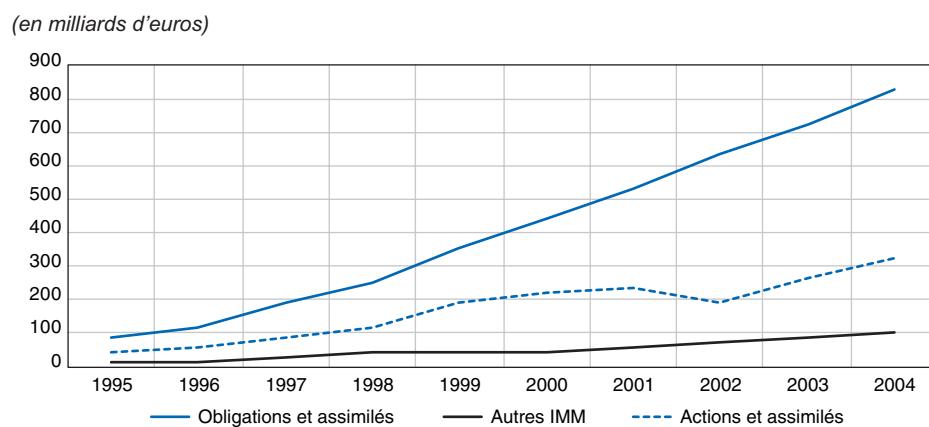
3. Progression plus forte des portefeuilles de titres étrangers que de ceux de titres français

La position débitrice de la France vis-à-vis de l'étranger en investissements de portefeuille s'est contractée pour s'établir à 159,3 milliards d'euros, en 2004, après 187,7 en 2003 (cf. tableau 4). Le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents progresse en effet davantage (167,4 milliards d'euros) que celui des titres français détenus par les non-résidents (139 milliards).

Cette amélioration de la position-titres provient d'importantes sorties nettes d'investissements de portefeuille (45,1 milliards d'euros, soit 140,9 milliards de flux de capitaux sortants sur les titres étrangers et 95,8 milliards de flux entrants sur les titres français) qui ont été partiellement compensées par les effets de valorisation liés à la hausse des marchés boursiers internationaux (- 15 milliards, c'est-à-dire un effet d'accroissement du montant absolu de la position débitrice). En revanche, la variation des cours de change a eu un impact négligeable (- 1,7 milliard d'euros).

La hausse des indices boursiers (libellés dans la monnaie d'émission des actions) utilisés dans le calcul de la position à la fin de l'année 2004 a en effet été plus marquée sur les valeurs françaises (détenues par les non-résidents) que sur les titres étrangers (détenus par les résidents) et aboutit, de ce fait, à un accroissement de la position débitrice des investissements de portefeuille³.

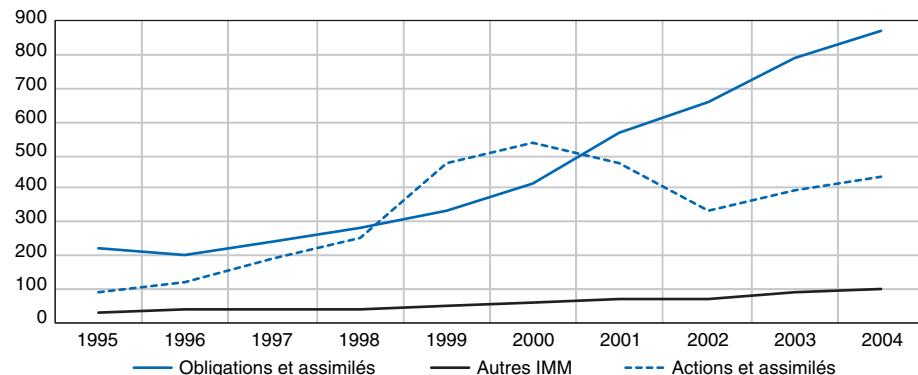
Titres étrangers détenus par les résidents Ventilation par natures d'instruments



³ En effet, AEX et DAX sont les indices dont les poids sont les plus forts au sein des titres étrangers et n'ont progressé que de 3,1 % et 7,3 %, alors que l'indice français SBF 250 a progressé de 9,2 %

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

(en milliards d'euros)



3.1. Augmentation régulière des investissements en titres étrangers

Confirmant la tendance à l'internationalisation des portefeuilles observée depuis plusieurs années, les stocks de valeurs étrangères détenues par les résidents ont continué de croître, pour s'élever à 1 249,7 milliards à fin 2004 (+ 15,5 %)⁴.

Les obligations et assimilés ont progressé de plus de 100 milliards d'euros pour atteindre 826,9 milliards (+ 14,8 %). Elles demeurent la catégorie d'instruments la plus largement détenue par les résidents.

Le stock d'actions, hors titres d'OPCVM, a augmenté de 48,9 milliards d'euros (+ 23 %) en raison d'achats par les résidents (34,7 milliards) et des effets cumulés du change et des cours de bourse (14,1 milliards).

Au total, la structure du portefeuille des résidents en valeurs étrangères reste stable : 66 % en obligations et assimilés, 26 % en actions et parts d'OPCVM et 8 % en instruments du marché monétaire.

La part des titres libellés en euro par rapport à l'ensemble des valeurs étrangères détenues par les résidents est supérieure à 80 %. Pour les actions (hors OPCVM), 55 % des actifs étrangers détenus par les résidents sont émis dans la zone euro. Les effets de valorisation liés au taux de change sont donc limités (- 6,9 milliards d'euros) et ont été largement compensés par la hausse des prix des actifs sur les places boursières internationales (+ 33,4 milliards).

⁴ Cf. l'article sur « La balance des paiements en 2004 » publié dans ce même numéro du *Bulletin* et, pour plus de détails, se reporter au *Rapport annuel 2004 de la balance des paiements* qui sera diffusé au début du mois de juillet.

Tableau 4
Stocks des investissements de portefeuille
 Ventilation par natures d'instruments

	2003	Transactions	Autres variations	(en milliards d'euros)
Résidents sur titres étrangers	1 082,3	140,9	26,5	1 249,7
Actions et titres d'OPCVM	267,4	41,2	16,3	324,9
Actions	212,8	34,7	14,1	261,7
Titres d'OPCVM	54,6	6,5	2,2	63,2
Titres de dette à plus d'un an	720,3	96,4	10,2	826,9
Obligations	473,7	62,6	6,7	543,0
Autres (EMTN...)	246,6	33,8	3,5	283,8
Titres de dette à moins d'un an	94,7	3,3	0	98,0
Bons du Trésor à moins d'un an	14,1	0,2	0	14,3
Autres instruments du marché monétaire	80,6	3,1	0	83,7
Non-résidents sur titres français	- 1 270,0	- 95,8	- 43,2	- 1 409,0
Actions et titres d'OPCVM	- 391,0	- 9,5	- 34,0	- 434,6
Actions	- 351,3	0,7	- 32,3	- 382,9
Titres d'OPCVM	- 39,7	- 10,2	- 1,7	- 51,6
Titres de dette à plus d'un an	- 792,1	- 67,6	- 9,2	- 868,9
OAT	- 220,0	- 24,9	- 7,4	- 252,3
BTAN	- 118,0	- 10,6	- 0,1	- 128,7
Autres (BMTN, EMTN...)	- 454,1	- 32,1	- 1,7	- 487,9
Titres de dette à moins d'un an	- 86,9	- 18,7	0	- 105,6
Bons du Trésor	- 61,6	- 2,9	0	- 64,5
Autres instruments du marché monétaire	- 25,3	- 15,8	0	- 41,1
Position-titres	- 187,7	+ 45,1	- 16,7	- 159,3

3.2. Moindre progression des titres français détenus par des non-résidents

Le portefeuille des non-résidents en titres français s'accroît de 10,9 %, pour s'établir à 1 409 milliards d'euros, après + 20,5 % en 2003.

Cette hausse provient des flux d'achats, pour près de 100 milliards d'euros, et de l'augmentation des cours des valeurs françaises, pour 48,4 milliards. L'impact de l'appréciation de l'euro face aux principales devises, qui porte principalement sur les obligations émises à l'international, a été faible (- 5,2 milliards d'euros). En effet, seulement 10 % du portefeuille de titres détenus par les non-résidents est libellé en devises.

Le stock de titres de dette à plus d'un an détenus par les non-résidents a augmenté de 76,8 milliards d'euros, pour atteindre 868,9 milliards à fin 2004, en raison d'achats de 67,6 milliards. Les stocks détenus par les non-résidents ont progressé de, respectivement, 32,3 milliards d'euros sur les OAT (obligations assimilables du Trésor), 10,7 milliards sur les BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels) et 33,8 milliards sur les obligations et assimilés émises par les institutions financières et monétaires (notamment sous forme d'EMTN – *euro medium term notes*) et, dans une moindre mesure, par les administrations publiques – hors État – (cf. tableau 4).

Globalement, les non-résidents ont augmenté leur poids sur les titres d'État et détiennent désormais 49,1 % de la dette publique négociable (+ 2 points en 2004). Le taux de détention varie assez fortement selon le type d'instrument : il atteint 68,2 % pour les BTAN, 66,4 % pour les BTF et 41 % pour les OAT. Le stock

d'instruments du marché monétaire détenus par les non-résidents a fortement progressé, pour s'élever à 105,6 milliards d'euros.

En 2004, le stock d'actions (hors titres d'OPCVM) détenues par les non-résidents a augmenté de 31,6 milliards d'euros en raison de la hausse des cours. En effet, les non-résidents, ont effectué des ventes nettes d'actions françaises pour 0,7 milliard d'euros.

Les avoirs des non-résidents sur les titres français sont concentrés sur les obligations et assimilés, leur part reste stable (62 %) ainsi que celles des actions (31 %) et des instruments du marché monétaire (7 %) (cf. tableau 4).

4. Fort accroissement de la position débitrice des « Autres investissements » (dépôts – crédits)

Le solde débiteur de la position des « Autres investissements » s'est nettement creusé, de – 66,5 milliards d'euros, en 2003 à – 115,3 milliards en 2004.

Cette évolution résulte essentiellement de l'accroissement des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM) qui sont passés de – 132,1 milliards d'euros en 2003 à – 163,8 milliards à fin 2004 et de la baisse des créances de la Banque de France (cf. tableau 5). L'accroissement des engagements des IFM est lié à l'augmentation des avoirs en titres extérieurs des résidents, les IFM participant pour l'essentiel à cette augmentation.

Globalement, la position nette des « Autres secteurs »⁵ sur cette ligne des « Autres investissements » a enregistré des mouvements sensiblement plus modérés (+ 3,2 milliards d'euros), pour atteindre 20,2 milliards. Cette évolution provient, essentiellement, des opérations de refinancement à l'étranger des entreprises industrielles et commerciales françaises et des entreprises d'investissement.

Tableau 5
Stocks des « Autres investissements »
Ventilation par secteurs

	2003	Transactions	Autres variations	(en milliards d'euros)
Créances	706,7	89,7	- 14,6	781,8
Autorités monétaires	34,6	- 9,0	- 0,1	25,5
Administrations publiques	29,9	- 1,2	- 0,7	28,0
Institutions financières monétaires	492,0	94,6	- 9,3	577,3
Autres secteurs (a)	150,1	5,4	- 4,5	151,1
Engagements	- 773,2	- 153,7	29,8	- 897,2
Autorités monétaires	- 3,5	- 1,4	0,3	- 4,5
Administrations publiques	- 18,8	- 2,0	0	- 20,7
Institutions financières monétaires	- 624,2	- 135,2	18,4	- 741,0
Autres secteurs (a)	- 126,8	- 15,1	11,1	- 130,9
Position des « Autres investissements »	- 66,5	- 64,0	15,1	- 115,3

(a) Crédits commerciaux inclus

⁵ C'est-à-dire des entreprises industrielles et commerciales, des assurances, des entreprises d'investissement, des OPCVM non monétaires et des ménages.

La balance des paiements de la France en 2004

Prolongeant le redressement entamé dans la seconde partie de l'année 2003, la croissance économique et le commerce international ont enregistré une accélération en 2004. Selon le FMI, l'activité mondiale aurait ainsi globalement progressé de plus de 5 % en moyenne annuelle, atteignant le niveau le plus élevé de la dernière décennie, tandis que les échanges internationaux de biens et services en volume se seraient accrus de près de 10 %, rythme plus de deux fois supérieur à celui de l'année 2003.

Dans ce contexte international, rendu fragile par l'ampleur croissante des déséquilibres externes des États-Unis, mais très porteur à court terme, la croissance et les échanges extérieurs de biens et services de la France ont connu une reprise en 2004. Les exportations françaises de biens et services en valeur ont enregistré une progression de 5 % sur l'année, alors qu'elles avaient légèrement reculé en 2003. Stimulées par une demande intérieure plus dynamique que dans les autres pays de la zone euro, mais aussi par la hausse des prix de l'énergie et des matières premières, les importations ont crû plus vivement encore (8,5 %). De ce fait, les transactions courantes, qui comprennent également les revenus et les transferts courants, ont présenté un solde déficitaire de 6,8 milliards d'euros (- 0,4 % du PIB), ce déficit mettant fin à une décennie d'excédents courants.

Au sein du compte financier, les investissements directs français à l'étranger ont diminué de près de 20 % en 2004, à 38,5 milliards d'euros, en dépit d'une progression des flux vers la zone euro, tandis que les investissements directs étrangers en France ont presque chuté de moitié, à 19,6 milliards. Après les niveaux exceptionnels atteints en 2003, en créances comme en engagements, du fait d'une conjonction de facteurs favorables, parmi lesquels la hausse des cours de la Bourse et l'augmentation des émissions nettes de valeurs mobilières, les investissements de portefeuille ont également fléchi l'année dernière, particulièrement en engagements des résidents. En contrepoint, les institutions financières monétaires (IFM), qui ont très largement contribué aux investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers, ont sensiblement accru leurs engagements nets sous forme d'emprunts vis-à-vis de l'extérieur, bénéficiant de près des deux tiers des entrées de capitaux au titre des « autres investissements ».

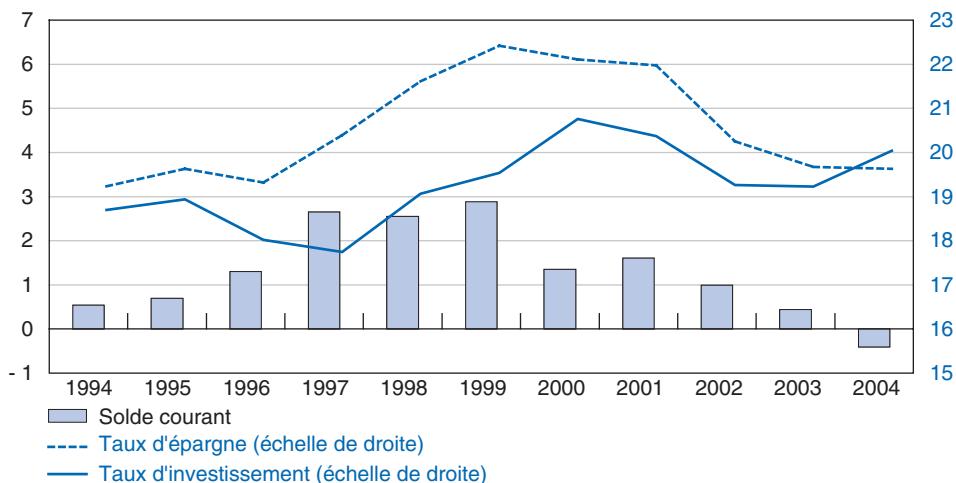
Dominique NIVAT
Bruno TERRIEN
Direction de la Balance des paiements

1. Les transactions courantes et le compte de capital

En 2004, le compte de transactions courantes présente un déficit de 6,8 milliards d'euros (- 0,4 % du PIB), contre un excédent de 7 milliards en 2003. Les exportations de biens et services, voyages compris, ont augmenté de 5 %, alors que les importations ont progressé de 8,5 %. Le solde des échanges de biens et services est revenu de 16,9 milliards en 2003 à 4 milliards en 2004 (tableau 1). Le taux d'épargne intérieure s'est stabilisé sous l'effet de deux mouvements de sens opposés, la réduction du besoin de financement des administrations publiques ayant été compensée par une baisse de l'épargne des ménages, tandis que le taux d'investissement s'est redressé du fait de l'accélération de l'investissement des entreprises non financières.

Épargne et investissement en France

(en % du PIB)



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

Sources : Banque de France, INSEE

1.1. Les échanges de biens et services

Les biens

L'économie mondiale a connu une vive expansion, qui a prolongé la reprise observée au second semestre 2003 et qui s'est traduite par un doublement du rythme de croissance du commerce mondial de marchandises en volume (10,7 %, contre 5,3 % en 2003, selon le FMI). La croissance économique s'est également accélérée dans la zone euro, tout en demeurant en retrait par rapport à celle des autres pays industrialisés. Ce manque de vigueur de l'économie européenne autocentré, associé à une nouvelle appréciation de l'euro contre le dollar et la plupart des devises mondiales, explique dans une large mesure le moindre dynamisme des échanges des pays de la zone euro (respectivement, 5,8 % et 6 % en volume pour les exportations et les importations, flux *intra-zone* compris).

En France, la croissance de la demande intérieure, supérieure à celle de la zone euro, et la reprise de l'investissement des entreprises, à fort contenu en importations, sont à l'origine d'une progression des importations plus marquée que pour l'ensemble des pays de la zone euro (7,2 % en volume, selon les comptes nationaux français en base 2000). En revanche, la croissance des exportations françaises (3,1 % en volume) est restée, comme en 2003, moins vigoureuse que celle des exportations de la quasi-totalité des autres pays européens.

En balance des paiements, exprimées en valeur, les importations ont, en outre, enregistré les effets du renchérissement du pétrole et des matières premières. Les importations de produits énergétiques ont ainsi augmenté de plus de 20 % par rapport à l'année précédente, le déficit de la ligne se creusant de quelque 6 milliards d'euros et contribuant, pour près des deux tiers, à la dégradation du solde global des échanges de biens. Au total, les importations et les exportations de biens à prix courants se sont accrues de, respectivement, 8,8 % et 5,8 %.

Tableau 1
Comptes de transactions courantes et de capital

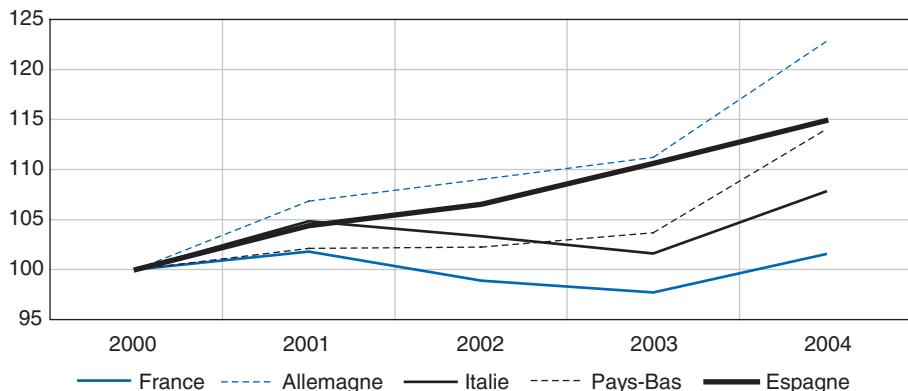
	(flux et soldes en milliards d'euros)								
	Crédits			Débits			Soldes		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Transactions courantes	506,7	505,7	535,6	491,3	498,6	542,3	15,4	7,0	- 6,8
Biens	325,6	320,0	338,7	317,6	317,1	345,0	8,0	2,9	- 6,3
Services hors voyages	56,8	55,0	56,0	52,3	52,6	55,5	4,6	2,4	0,5
Voyages	34,2	32,3	32,8	20,6	20,7	23,0	13,6	11,6	9,8
<i>Biens et services</i>	<i>416,6</i>	<i>407,3</i>	<i>427,5</i>	<i>390,5</i>	<i>390,5</i>	<i>423,6</i>	<i>26,1</i>	<i>16,9</i>	<i>4,0</i>
Revenus	68,7	76,7	87,2	64,5	69,7	80,3	4,2	7,1	6,9
<i>dont revenus des investissements</i>	<i>58,5</i>	<i>67,1</i>	<i>77,4</i>	<i>63,1</i>	<i>68,3</i>	<i>78,9</i>	<i>- 4,6</i>	<i>- 1,2</i>	<i>- 1,6</i>
Transferts courants	21,4	21,6	20,9	36,4	38,5	38,5	- 15,0	- 16,9	- 17,6
Compte de capital	0,9	1,7	2,6	1,1	9,4	0,8	- 0,2	- 7,7	1,7

Une comparaison des exportations en valeur de la France avec celles d'autres pays de la zone euro à partir des statistiques du commerce extérieur compilées par l'office statistique de l'Union européenne (Eurostat)¹, montre que, depuis 2001, les exportations françaises ont évolué à un rythme systématiquement inférieur à celui des exportations allemandes et espagnoles et inférieur à celui des exportations italiennes en 2001, 2002 et 2004. Les écarts, importants en cumul sur les quatre dernières années, ne sont pas liés aux variations de change ; si l'on en croit les indicateurs de coûts salariaux unitaires calculés par la Commission européenne ou les indices de prix d'exportation des instituts statistiques nationaux, ils ne peuvent pas non plus être attribués à une évolution défavorable des coûts et des prix vis-à-vis des autres pays membres de la zone euro.

¹ Les données sur le commerce extérieur de marchandises sont établies et diffusées par la direction générale des Douanes et des Droits indirects (DGDDI). Elles sont utilisées pour confectionner tant la ligne « Biens » de la balance des paiements que les statistiques de la comptabilité nationale sur les échanges extérieurs de biens et les statistiques d'Eurostat sur le commerce extérieur de la France. Toutes ces statistiques diffèrent légèrement des données d'origine, uniquement pour des raisons d'ordre méthodologique.

Exportations des cinq principaux pays de la zone euro

(indice 100 en 2000)



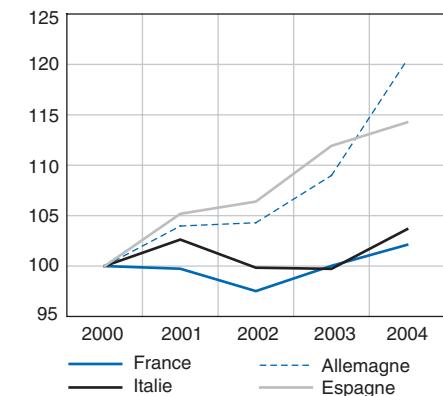
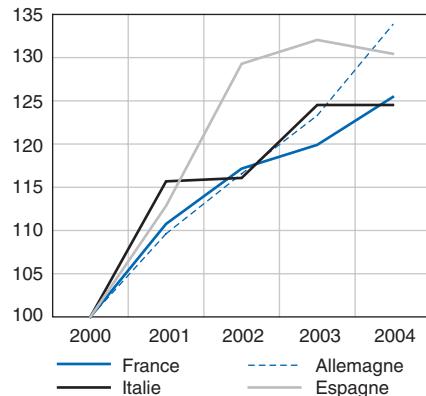
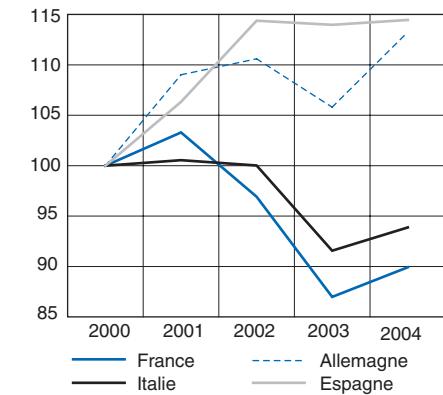
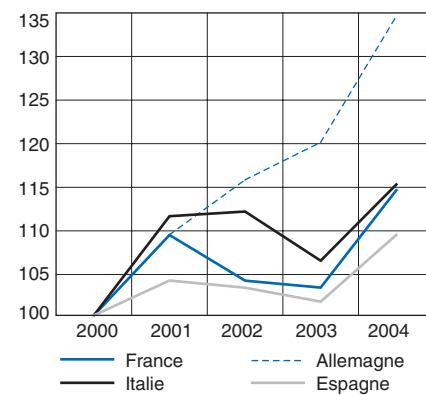
Source : Eurostat

Parmi les autres déterminants du commerce extérieur, le positionnement sectoriel et géographique peu favorable de la France est souvent incriminé : les exportations seraient, d'une part, concentrées sur des produits et dans des secteurs en déclin relatif et, d'autre part, plus tournées que chez les partenaires européens vers la zone euro et moins vers des pays et régions en expansion rapide. Or, une décomposition par produits des exportations françaises, allemandes, italiennes et espagnoles permet de constater que, malgré des spécialisations légèrement différentes, la France, l'Allemagne et l'Espagne, notamment, ont finalement des structures sectorielles proches². Sur le plan géographique, les échanges commerciaux de l'Allemagne et, dans une moindre mesure, de l'Italie sont sans conteste plus orientés que ceux de la France vers des zones en forte croissance au cours des dernières années, comme les nouveaux pays membres de l'Union européenne, la Turquie, l'Asie du Sud-Est et les États-Unis. Mais ce n'est pas le cas de l'Espagne, dont près de 60 % des exportations sont destinées à la zone euro, contre 50 % environ pour la France. En outre, l'évolution des exportations depuis trois ou quatre ans a été presque systématiquement plus favorable pour l'Allemagne et pour l'Espagne que pour la France, quelle que soit la zone géographique concernée et indépendamment du poids de celle-ci dans le commerce extérieur des trois pays européens (cf. graphiques ci-après).

² Pour une étude basée sur une décomposition pays-produits extraite de la base de données STAN de l'OCDE, cf. Boulhol (H.) et Maillard (L.) (2005) : « Une analyse descriptive du décrochage récent des exportations françaises », CDC-Ixis, *Flash* 2005-02, février

Exportations des principaux pays de la zone euro

(indice 100 en 2000)

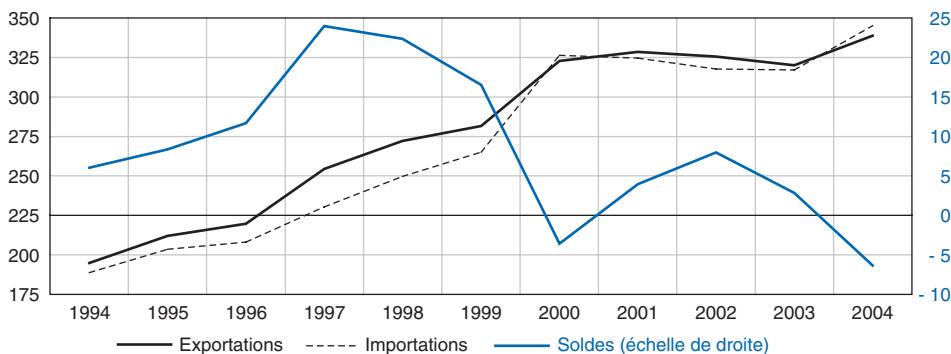
Vers les autres pays de la zone euro**Vers les dix nouveaux pays de l'UE****Vers les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni****Vers l'Asie**

Source : Eurostat

L'atonie des exportations françaises depuis quatre à cinq ans ne semble donc pas pouvoir être attribuée principalement à des facteurs macroéconomiques traditionnels. Parmi les autres éléments susceptibles d'expliquer les faibles performances de la France à l'exportation, mais encore en attente de validation empirique, certains analystes évoquent, notamment, le positionnement supposé des entreprises françaises dans le bas et le milieu de gamme pour la plupart des secteurs, qui les exposerait tout particulièrement à la concurrence des pays émergents dans une période de dégradation globale de la compétitivité-prix de la zone euro.

Échanges de biens

(en milliards d'euros)



Les échanges de services hors voyages

Calculé hors voyages, le solde des échanges de services a été tout juste équilibré en 2004 (+ 0,5 milliard d'euros), alors qu'il dégageait un excédent de 2,4 milliards en 2003 et de plus de 7 milliards en 2000. En flux, les services hors voyages ont fait apparaître un rebond, en recettes (+ 1,8 %, après - 3,3 % en 2003) et surtout en dépenses (+ 5,5 %, après + 0,7 % en 2003). Concernant l'évolution du solde, comme celle des flux, on ne peut s'empêcher d'établir un parallèle avec les échanges de biens, même si les écarts de performance à l'exportation avec nos partenaires sont moins marqués. En outre, une analyse globale est beaucoup plus difficile à mener que pour les biens, compte tenu de l'hétérogénéité des échanges de services et de leurs déterminants.

Une observation des principales lignes fait apparaître d'importantes évolutions en matière de transports (voir le tableau 2 ci-après et le tableau 4 en annexe). Les flux de transport maritime sont en forte croissance, sous le double effet d'une augmentation des volumes transportés, liée au dynamisme du commerce mondial, et d'une hausse des tarifs de fret. La forte augmentation des flux de transport aérien, moins marquée toutefois, s'explique par l'accélération de la croissance économique européenne et mondiale et la vive reprise du tourisme international. Elle apparaît également liée, en recettes, à l'amélioration des performances des compagnies nationales ; en dépenses, elle tiendrait à la percée de compagnies étrangères à bas coûts sur les vols intérieurs et moyens-courriers. Au total, en 2004, les flux de transports ont progressé de 8,1 % en recettes et de 12,2 % en dépenses, le solde se dégradant de 0,7 milliard d'euros, à - 0,5 milliard.

Parmi les autres grandes évolutions, deux soldes se sont fortement détériorés : le négoce international (- 0,8 milliard d'euros) et les services divers aux entreprises (- 0,5 milliard). Dans le premier cas, le recul du solde est faible pour les opérations de négoce *stricto sensu*, qui correspondent à la différence entre la valeur de produits (pétrole, matières premières agricoles ou industrielles ...) achetés et revendus à des non-résidents par des résidents sans être importés, mais plus marqué pour les versements de filiales étrangères à leurs maisons-mères françaises dans le cadre de relations *intra-groupe*. Dans le second cas, la dégradation concerne, notamment,

le poste de la coopération technique, découlant de l'augmentation des dépenses de développement de nouveaux modèles d'Airbus, imputées par les entreprises européennes du groupe à la maison-mère française.

À l'inverse, trois lignes de services ont vu leur solde s'améliorer en 2004 : les services de communication (+ 0,5 milliard d'euros), les services audiovisuels (+ 0,3 milliard) et les redevances et droits de licence (+ 0,1 milliard). Le solde des services audiovisuels est presque revenu à l'équilibre et on note à la fois une accélération de la croissance des recettes et un repli des dépenses par rapport aux années précédentes, qui pourraient provenir des bonnes performances des entreprises françaises sur les marchés internationaux et sur le marché intérieur dans un secteur où la concurrence, américaine notamment, est très vive. Le solde des redevances et droits de licence, en amélioration continue depuis 1996 à l'exception de l'année 2003, a repris sa progression en 2004, sous l'effet d'une hausse des versements de l'étranger dans le secteur de la pharmacie.

Tableau 2
Les échanges de services

	(flux et soldes en milliards d'euros)								
	Crédits			Débits			Soldes		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Transports	19,8	19,1	20,6	18,9	18,8	21,1	0,9	0,2	- 0,5
maritimes	4,8	4,9	5,7	5,4	5,6	6,8	- 0,6	- 0,7	- 1,2
aériens	8,8	8,5	9,0	8,0	8,3	9,2	0,7	0,2	- 0,2
autres	6,3	5,7	5,9	5,5	5,0	5,1	0,8	0,7	0,9
Voyages	34,2	32,3	32,8	20,6	20,7	23,0	13,6	11,6	9,8
Services de communication	2,3	2,2	2,4	1,8	1,8	1,5	0,5	0,4	0,9
Services financiers	1,2	0,9	1,2	1,6	1,7	2,0	- 0,5	- 0,8	- 0,8
Redevances et droits de licence	3,5	3,6	4,1	2,0	2,2	2,5	1,5	1,4	1,5
Autres services	30,0	29,2	27,7	27,9	28,2	28,4	2,1	1,0	- 0,7
<i>dont : Négoce international</i>	3,3	2,6	1,8	0,0	0,0	0,0	3,3	2,6	1,8
<i>dont : Services divers aux entreprises</i>	16,2	16,2	15,9	14,7	15,4	15,5	1,5	0,8	0,3
<i>dont : Services audiovisuels et annexes</i>	1,1	1,1	1,3	1,7	1,6	1,4	- 0,6	- 0,4	- 0,1
Total	91,0	87,3	88,8	72,9	73,3	78,6	18,2	14,0	10,3

Les voyages

Alors qu'ils avaient cessé de progresser depuis trois ans, les flux de voyages³ internationaux ont connu une vive reprise en 2004. Selon l'Organisation mondiale du tourisme, le nombre d'arrivées aux frontières aurait progressé de 10 % environ l'année dernière pour atteindre un niveau sans précédent. L'accélération de la croissance économique dans plusieurs pays et zones qui comptent parmi les principaux pourvoyeurs de touristes internationaux, la forte progression des revenus de certaines catégories de population dans les pays émergents, qui leur permet d'accéder aux voyages internationaux, le tout dans un contexte d'apaisement des craintes d'attentats terroristes, seraient des éléments déterminants de la reprise des flux. Par zone de destination, la croissance des arrivées a été très

³ Les enquêtes sur les voyages, qui se sont substituées au mode de collecte antérieur à compter de l'année 2002, sont encore en phase de fiabilisation. Les résultats et les évolutions des années 2003 et 2004 doivent donc être considérés avec prudence. Le rapport annuel de la balance des paiements en 2003, disponible sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr), fournit des explications sur le changement des méthodes de collecte et ses conséquences pour l'évaluation des flux.

rapide en Asie (+ 29 %), après le repli enregistré en 2003 du fait de l'épidémie du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS), soutenu en Amérique (+ 10 %), plus modérée en Europe (4 %), qui accueille encore néanmoins — et procure — plus de la moitié des touristes internationaux. L'appréciation de l'euro a renchéri le coût relatif des voyages vers et dans la zone et accru l'attrait de pays concurrents situés en Europe centrale et orientale ou sur les rives méridionales de la Méditerranée, souvent engagés, de surcroît, dans une politique de développement de l'offre touristique. De plus, parmi les pays de la zone euro, la France aurait, comme l'Italie, particulièrement souffert de la concurrence internationale, même si elle est demeurée, très loin devant l'Espagne et les États-Unis, la première destination mondiale par le nombre d'arrivées aux frontières.

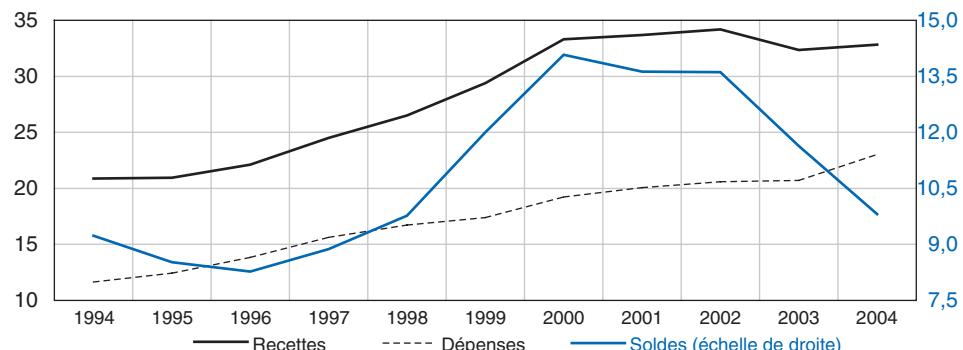
En balance des paiements, les recettes de voyages ont augmenté de 1,5 % en 2004 (après un recul de 5,4 % en 2003), mais les dépenses se sont accrues de plus de 11 %, alors qu'elles n'avaient quasiment pas augmenté en 2003. Le solde s'est établi à 9,8 milliards d'euros, en retrait de 1,8 milliard par rapport à l'année précédente et de près de 4 milliards sur deux ans (cf. tableau 2).

Par zone de provenance, on ne constate pas, à la différence de l'année 2003, de différence majeure entre l'évolution des dépenses des résidents de la zone euro sur le territoire français (+ 1,9 %) et celles des dépenses provenant de résidents hors zone euro (+ 1,2 %). Sans revenir à leur niveau de 2002, loin s'en faut, les dépenses de résidents nord-américains et japonais ont augmenté, respectivement de 1,4 % et 6,3 %. Les dépenses des touristes britanniques se sont stabilisées à haut niveau, le Royaume-Uni étant, pour la deuxième année consécutive, le premier pourvoyeur de recettes de voyages en contribuant à hauteur de 15 % du total. S'agissant de la zone euro, on relève un contraste entre les dépenses des touristes espagnols, grecs, portugais, mais aussi belges et luxembourgeois, en nette hausse, et celles des touristes venant d'Allemagne ou d'Autriche, qui fléchissent.

L'appréciation de l'euro a manifestement été un élément primordial dans les choix de vacances des résidents en 2004, les dépenses dans les pays situés hors zone euro ayant progressé environ quatre fois plus vite que celles effectuées dans les autres pays de la zone (soit 16,8 %, contre 4,1 %). Parmi les principales destinations hors zone euro, alors que la Suisse a été délaissée, le Royaume-Uni et les États-Unis ont vu les dépenses des résidents français progresser fortement. Dans la zone euro, l'Espagne et la Belgique ont eu les faveurs des touristes français, alors que leurs dépenses se sont stabilisées en Italie et ont diminué en Allemagne et en Grèce.

Voyages

(en milliards d'euros)



1.2. Les revenus d'investissements et les transferts courants

Les revenus d'investissements directs

L'amélioration de la conjoncture mondiale s'est traduite par de bons résultats des filiales étrangères d'entreprises françaises en 2003, résultats qui ont donné lieu l'année suivante, c'est-à-dire en 2004, à une forte hausse des dividendes reçus de l'étranger par les têtes de groupe françaises (15,6 milliards d'euros, après 12,6 milliards en 2003). En outre, les résultats consolidés annoncés en progression par les grands groupes français au début 2005 ont conduit à réévaluer sensiblement les estimations de bénéfices réinvestis à l'étranger en 2004 (à 3,9 milliards d'euros, contre 1,7 milliard en 2003, selon l'enquête sur les stocks d'investissements directs français à l'étranger à la fin de l'année 2003). L'appréciation de l'euro face au dollar et à d'autres monnaies a minoré les revenus, exprimés en euros, versés par les non-résidents, mais l'ampleur de l'effet-change ne doit pas être surestimée, la part de la zone euro dans le stock d'investissements directs français à l'étranger dépassant 40 % à fin 2003. Au total, les revenus d'investissements directs en provenance de l'étranger, encore en partie estimés, auraient progressé de 36 % par rapport à 2003, à 19,5 milliards d'euros⁴.

S'agissant des dépenses, la faible croissance de l'économie française en 2003 est sans doute à l'origine du léger repli des dividendes versés par les filiales résidentes à leurs maisons-mères étrangères (- 4,7 %, à 5,8 milliards d'euros). Comme pour les revenus d'investissements directs en provenance de l'étranger, l'accélération de la croissance et l'amélioration des résultats des entreprises en 2004 ont toutefois conduit à réévaluer les bénéfices réinvestis sur le territoire national (à 1,1 milliard d'euros, contre - 1,9 milliard en 2003). Au total, les revenus d'investissements directs versés à l'étranger auraient atteint 6,9 milliards d'euros en 2004, contre 4,2 milliards en 2003 (cf. tableau 5 en annexe).

⁴ Les bénéfices réinvestis, qui ne font pas l'objet de déclaration en balance des paiements, sont définitivement établis à partir des enquêtes annuelles sur les stocks d'investissements directs, disponibles environ quinze mois après la fin de l'année de référence. Auparavant, ils sont estimés sur la base d'un ensemble d'indicateurs conjoncturels. Pour l'année 2004, les données reprises dans cet article incorporent donc des estimations de bénéfices réinvestis. Ces estimations sont établies à partir d'indicateurs sur la situation conjoncturelle et les résultats des entreprises, en France et à l'étranger.

Les revenus d'investissements de portefeuille

De 2001 à 2003, les revenus d'investissements de portefeuille avaient évolué de façon très différente en recettes et en dépenses : les premières avaient crû de 5,6 % par an en moyenne et les secondes de 16 %. En 2004, le rythme de croissance s'est accéléré et le différentiel s'est comblé, et même légèrement inversé, puisque les revenus reçus de l'étranger ont progressé de 25,9 %, tandis que les revenus versés aux non-résidents augmentaient de 21,3 %.

Cette évolution est en ligne avec les achats records de titres comptabilisés en 2003, largement réévalués d'ailleurs après l'établissement de la position-titres à fin 2003 (cf. encadré 2), alors que les taux d'intérêt de marché et les taux de dividendes français et étrangers n'ont connu que de légères divergences l'année dernière, que l'impact des fluctuations de change ne peut qu'être réduit compte tenu de la part prédominante de l'euro dans les stocks d'investissements de portefeuille, tant en avoirs (81 %) qu'en engagements (91 %), et alors qu'il n'y a pas eu de changement significatif dans la structure des flux et des encours de titres des résidents et des non-résidents.

Les autres revenus d'investissements

Les flux d'autres revenus d'investissements ont diminué en 2004 pour la troisième année consécutive, le déficit se creusant de 2,1 milliards d'euros, à - 2,5 milliards. Le recul des recettes comme des dépenses est lié à la légère décrue des taux d'intérêt interbancaires pour les opérations en euros et à la dépréciation du dollar face à l'euro, ces phénomènes n'ayant toutefois pas eu d'incidence notable sur l'évolution du solde, compte tenu de la proportion équivalente, de l'ordre de 20 %, des intérêts libellés en dollars en recettes et en dépenses au sein des autres revenus d'investissements. Le creusement du déficit traduit d'une part l'augmentation des engagements nets des institutions financières monétaires vis-à-vis de l'extérieur depuis deux ans et, d'autre part, le rééchelonnement, en 2003, par le Club de Paris d'une partie des arriérés d'intérêts sur la dette publique de la République du Congo et du Nigeria, qui avait donné lieu à l'inscription d'une valeur de 1,2 milliard d'euros au crédit des intérêts reçus par les administrations publiques résidentes et n'a pas eu d'équivalent en 2004, ce qui a mécaniquement accru le déficit d'une année à l'autre.

Les transferts courants

En 2004, les transferts courants nets à destination des non-résidents se sont accrus de 0,6 milliard d'euros, à 17,6 milliards, dont 10,9 milliards de transferts des administrations publiques. Les transferts avec les institutions de l'Union européenne ont diminué en recettes et en dépenses, sous l'effet, respectivement, d'une réduction des versements au titre de la politique agricole commune et d'une réduction de la contribution française au titre de la « ressource TVA ». La contribution globale nette de la France aux budgets européens s'est établie à 4,9 milliards d'euros, soit 0,30 % du PIB, contre 5,5 milliards (0,35 % du PIB) en 2003. *A contrario*, les autres transferts des administrations publiques ont augmenté de 0,5 milliard d'euros, à 6,1 milliards, ces transferts comprenant un règlement en faveur des États-Unis dans le cadre de l'accord amiable entre l'État

français et la justice californienne concernant l'affaire Executive Life. Au sein des transferts des autres secteurs, les envois de fonds des travailleurs sont restés stables, à 2,1 milliards d'euros.

1.3. Les transferts en capital

Le compte de capital a retrouvé un solde excédentaire de 1,7 milliard d'euros en 2004, après un déficit de 7,7 milliards en 2003. Ce redressement tient à plusieurs facteurs. Les remises de dette des « autres secteurs » sont retombées à 0,1 milliard d'euros, alors qu'elles avaient atteint 7,6 milliards en 2003, du fait d'un abandon de créance d'une entreprise non financière résidente au profit d'une société affiliée. Les remises de dettes publiques, parmi lesquelles avait été enregistrée en 2003 la contrepartie du rééchelonnement des intérêts de la dette publique de la République du Congo et du Nigeria, se sont inscrites à 0,2 milliard d'euros en 2004, contre 1,3 milliard. Enfin, les opérations sur actifs non financiers ont affiché un solde positif de 0,6 milliard d'euros, en hausse de 0,7 milliard, en raison de ventes de brevets à des non-résidents dans le secteur pharmaceutique.

2. Le compte financier

Le compte financier a dégagé un solde légèrement créiteur de 1,6 milliard d'euros en 2004.

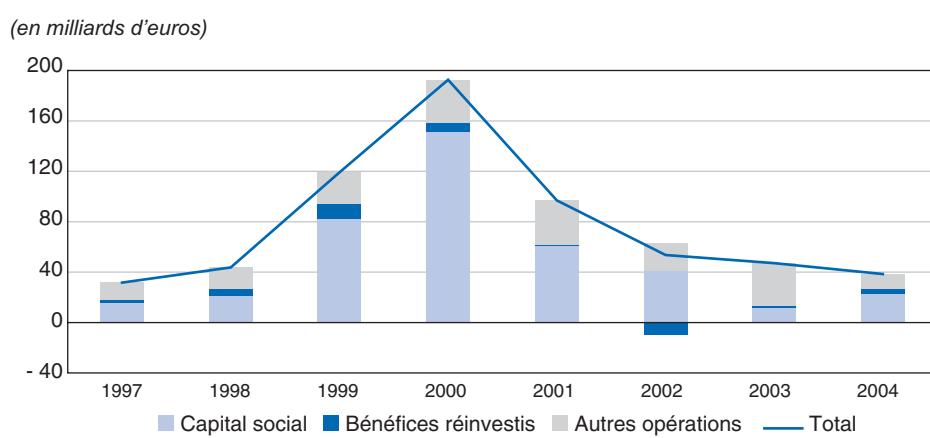
Tableau 3
Compte financier

	(flux nets en milliards d'euros)		
	2002	2003	2004
Investissements directs	- 1,5	- 9,4	- 18,9
Français à l'étranger	- 53,6	- 47,1	- 38,5
Étrangers en France	52,1	37,7	19,6
Investissements de portefeuille	- 11,2	5,8	- 45,1
Avoirs (résidents sur titres émis par des non-résidents)	- 92,5	- 170,6	- 140,9
Actions	- 18,2	- 42,3	- 41,2
Obligations et assimilés	- 60,0	- 101,3	- 96,4
Instruments du marché monétaire	- 14,3	- 27,0	- 3,3
Pour mémoire : Avoirs : Institutions financières monétaires	- 42,2	- 71,2	- 82,7
Engagements (non-résidents sur titres émis par des résidents)	81,4	176,4	95,8
Actions et titres d'OPCVM	- 4,8	18,1	9,5
Obligations et assimilés	85,3	144,2	67,6
Instruments du marché monétaire	0,9	14,1	18,7
Produits financiers dérivés	5,5	- 6,1	5,1
Autres investissements (dépôts-crédits)	- 14,3	21,6	64,0
Autorités monétaires	- 5,6	2,6	10,4
Administrations publiques	0,6	- 2,9	3,2
Institutions financières monétaires	- 3,1	31,1	40,7
Autres secteurs	- 3,1	- 5,6	6,2
Avoirs de réserve	4,2	- 2,2	- 3,5
Total	- 17,3	9,7	1,6

2.1. Les investissements directs

En 2004, les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France ont décliné de concert, respectivement pour la quatrième et la troisième années consécutives. Ce mouvement, commun à la plupart des pays lors des deux années précédentes, a surtout concerné les pays de la zone euro en 2004, alors que d'autres pays industrialisés, dont les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, l'Australie et nombre de pays émergents ont, au contraire, bénéficié d'une reprise des entrées de capitaux.

Investissements directs français à l'étranger



Encadré 1

La part des fusions-acquisitions dans les flux d'investissements directs

Traditionnellement, on distingue deux formes principales d'investissements directs :

- les fusions-acquisitions, qui se traduisent par un transfert de propriété des actifs de la société acquise ou absorbée vers les détenteurs du groupe acquéreur ou absorbant ;
- les créations de filiales (« greenfield investments ») ou les extensions de capacité de filiales déjà existantes, qui se distinguent des fusions-acquisitions par le fait qu'elles sont immédiatement à l'origine d'une création d'actifs nouveaux ou supplémentaires.

La croissance des opérations de fusions-acquisitions à la fin des années quatre-vingt-dix a souvent été mise en parallèle avec celle des flux d'investissements directs, sans que l'on puisse toujours établir un lien exact entre les deux, les statistiques d'investissements directs publiées ne permettant pas d'identifier de façon claire la part qui revenait aux fusions-acquisitions. Afin d'estimer le poids de ces dernières dans les statistiques d'investissements directs français, chaque opération de fusion-acquisition avec un non-résident ayant donné lieu à une opération en capital social enregistrée en balance des paiements et supérieure à 150 millions d'euros a été identifiée et isolée. Ce travail a été mené sur les six dernières années et les résultats sont résumés dans le tableau ci-après.

Part des fusions-acquisitions dans les opérations en capital social

(en milliards d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Français à l'étranger	- 119,1	- 192,6	- 97,0	- 53,6	- 47,1	- 38,5
Capital social hors fusions-acquisitions	- 24,1	- 35,1	- 19,7	- 26,6	- 6,5	- 16,4
Capital social : fusions-acquisitions	- 58,2	- 116,0	- 41,2	- 14,8	- 5,3	- 6,4
Bénéfices réinvestis	- 11,7	- 7,8	- 0,4	9,6	- 1,7	- 3,9
Autres opérations	- 25,0	- 33,7	- 35,6	- 21,7	- 33,6	- 11,8
Étrangers en France	43,7	46,9	56,4	52,1	37,7	19,6
Capital social hors fusions-acquisitions	5,6	11,1	9,8	16,9	10,0	10,2
Capital social : fusions-acquisitions	12,6	18,8	13,3	19,1	5,1	- 5,7
Bénéfices réinvestis	1,8	2,6	- 2,8	- 4,8	- 1,9	1,1
Autres opérations	23,7	14,5	36,2	20,9	24,5	14,0

Avant d'analyser les résultats, il est nécessaire de souligner que les séries statistiques obtenues sur les fusions-acquisitions ne peuvent être directement comparées à celles diffusées dans les bases de données spécialisées dans la mesure où :

- ces bases de données enregistrent les opérations dès qu'elles sont annoncées (certaines d'entre elles n'allant d'ailleurs pas jusqu'à leur terme), alors que les flux de balance des paiements sont enregistrés à la date de règlement ;
- seules ont été identifiées ici les opérations de fusions-acquisitions donnant lieu à une opération en capital social. Or, le degré d'internationalisation des groupes est tel qu'un nombre important d'opérations n'est plus réalisé par la maison-mère du groupe acquéreur mais par une filiale implantée dans le pays de la société en cours d'acquisition. Dans ce cas, les modalités d'enregistrement d'une opération de fusion-acquisition en balance des paiements dépendront du financement de l'opération : si la maison-mère finance sa filiale via une augmentation de capital, il s'agira d'une opération en capital social ; s'il y a mise en place d'un prêt intra-groupe, le flux sera enregistré dans les autres opérations ; si la filiale opte pour un financement local (par un emprunt auprès du système bancaire résident), l'opération d'acquisition ne donnera lieu à aucun flux en balance des paiements. L'objectif ici n'est pas de mesurer le volume total des fusions-acquisitions transfrontières impliquant une société résidente, mais de déterminer la part des fusions-acquisitions dans les opérations en capital social et de faire apparaître un reliquat constitué des créations de filiales ou des extensions de capacité ;
- les opérations de fusions-acquisitions se traduisant par un transfert de propriété, une opération donnée pourra être simultanément à l'origine d'un flux dans un sens (investissement de l'acquéreur non résident) et d'un flux en sens contraire (désinvestissement d'un vendeur non résident). Ces deux flux seront enregistrés en balance des paiements alors que les bases de données spécialisées ne recensent que le montant brut de l'opération. Une opération de fusion-acquisition concernant deux sociétés résidentes (et exclue à ce titre des opérations de fusions-acquisitions transfrontières) peut même se traduire par un désinvestissement direct en balance des paiements : ainsi, lors de la fusion Sanofi-Aventis, le groupe koweïtien Kuwait Petroleum Corporation a cédé sa participation de 13,4 % dans Aventis (cf. notes d'information de l'Autorité des marchés financiers sur le site www.amf-france.org), expliquant en partie le désinvestissement enregistré au titre des fusions-acquisitions dans les opérations en capital social étrangères en France en 2004.

Au total, l'évolution des flux d'investissements directs au cours des dernières années permet de tirer au moins trois enseignements :

- alors qu'elles occupaient une place prépondérante au début des années 2000, les fusions-acquisitions se sont repliées au cours des dernières années, les créations de filiales et les extensions de capacité les dépassant en volume à partir de 2002 pour les investissements français à l'étranger et de 2003 pour les investissements étrangers en France ;

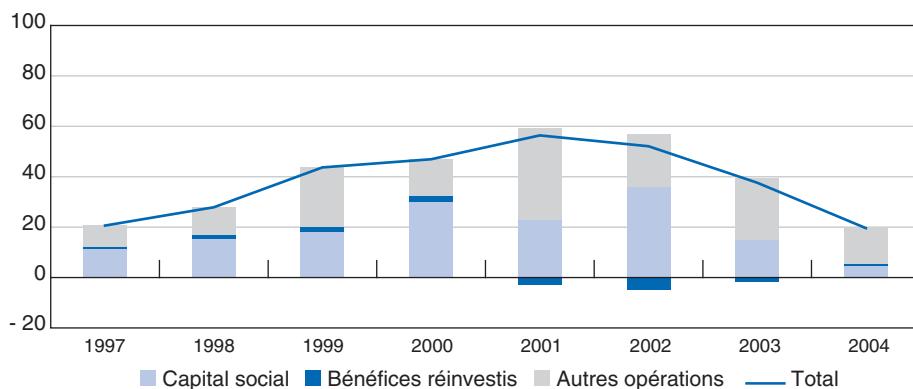
• les opérations en capital social relatives aux créations de filiales et aux extensions de capacité sont relativement stables sur la période considérée : de l'ordre de 20 milliards d'euros pour les investissements français à l'étranger et de 10 milliards pour les investissements étrangers en France ;

• la baisse constatée en 2004 pour les investissements directs étrangers en France s'explique en partie par les désinvestissements en capital social relatifs aux fusions-acquisitions, les opérations en capital social liées aux créations de filiales ou aux extensions de capacité étant demeurées stables. L'autre élément ayant provoqué la diminution des investissements directs étrangers en France est le recul des prêts intra-groupes enregistrés dans les autres opérations. Il est d'ailleurs possible que cette évolution soit liée également à celle des fusions-acquisitions dans la mesure où le financement de certaines de ces opérations peut s'effectuer par des prêts intra-groupes. Néanmoins, il n'est pas possible d'apprécier la part relative des fusions-acquisitions dans l'ensemble des autres opérations, compte tenu des données actuellement disponibles.

Les investissements directs nets français à l'étranger ont atteint 38,5 milliards en 2004, montant en baisse de 18 % par rapport à 2003. Toutefois, les opérations en capital social, qui correspondent à des acquisitions ou prises de participation de sociétés résidentes au capital d'entreprises non résidentes, ont quasiment doublé d'une année à l'autre, à 22,8 milliards d'euros (la part des opérations de fusions-acquisitions dans les opérations en capital est présentée dans l'encadré 1). Les « Autres opérations », c'est-à-dire les prêts et autres flux de trésorerie entre sociétés préalablement affiliées, ont diminué de près des deux tiers, à 11,8 milliards d'euros.

Investissements directs étrangers en France

(en milliards d'euros)



Les investissements directs nets étrangers en France ont baissé de 48 % en 2004, à 19,6 milliards d'euros. Ce recul tient en partie à une grande opération de fusion entre sociétés résidentes, réalisée par échange de titres et accompagnée de ventes d'actions de la société acquéreuse par un investisseur étranger, la participation de celui-ci passant, de ce fait, en dessous du seuil de 10 % de la nouvelle entité, ce qui a transformé son actif résiduel en investissement de portefeuille. Si l'on exclut cette opération, la diminution des investissements directs étrangers en France est ramenée à 29 %. En la prenant en compte, la contraction des investissements de l'étranger a été répartie entre les flux provenant de la zone euro (- 40 %) et les flux en provenance de l'extérieur de la zone (- 60 %). Les flux en provenance des

pays de la zone euro se sont concentrés sur les prêts et mouvements de trésorerie entre affiliés, alors que ceux en provenance des pays en dehors de la zone euro ont majoritairement concerné des opérations en capital social.

2.2. Les investissements de portefeuille

En 2003, dans une conjoncture financière particulièrement favorable de stabilité des taux d'intérêt à court terme et de décrue des taux à long terme, de reprise des émissions obligataires et de hausse des cours de la Bourse, les investissements de portefeuille avaient atteint des montants sans précédent. Il est tout aussi marquant que, l'année dernière, dans un contexte plus incertain quant à l'évolution des perspectives économiques et des taux d'intérêt, les achats transfrontières de titres se sont maintenus à des niveaux très élevés, tant en créances qu'en engagements, traduisant d'une part la poursuite du mouvement de diversification structurelle des portefeuilles au sein de la zone euro et d'autre part, un regain d'intérêt des résidents pour les placements hors zone euro.

Les résidents ont acheté pour 140,9 milliards d'euros de titres étrangers en 2004, contre 170,6 milliards en 2003 (cf. tableau 3). Les institutions financières monétaires (IFM) ont contribué à elles seules à 59 % des acquisitions (82,7 milliards d'euros), contre 42 % en 2003 (71,2 milliards). Tout en continuant à investir majoritairement en titres émis dans la zone euro, les investisseurs résidents ont accru leurs achats de titres émis hors de la zone, notamment au Royaume-Uni, au Japon et dans les îles Anglo-Normandes, les titres des États-Unis étant moins recherchés dans un contexte de dépréciation du dollar face à l'euro.

De leur côté, les non-résidents ont réduit de quelque 80 milliards d'euros leurs achats de titres français, à 95,8 milliards. Au total, les investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de capitaux de 45,1 milliards d'euros en 2004, alors qu'ils avaient donné lieu à des entrées nettes de 5,8 milliards en 2003. Les sorties de capitaux enregistrées en 2004 sont dues aux achats de titres des IFM, l'augmentation des titres étrangers détenus par ces dernières étant équilibrée à leur bilan par une hausse des engagements vis-à-vis des non-résidents au titre des « Autres investissements ».

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

Les engagements nets des résidents vis-à-vis de l'extérieur au titre des « Autres investissements » se sont accrus de 64 milliards d'euros en 2004, après + 21,6 milliards en 2003. Les IFM, en particulier, se sont endettées à hauteur de 40,7 milliards d'euros sur l'année, vraisemblablement pour financer leurs achats de titres étrangers. Le rapprochement apparaît plus significatif encore concernant uniquement les opérations avec les résidents de pays situés hors de la zone euro, les IFM ayant acquis pour 51,2 milliards d'euros de titres émis hors de la zone et ayant contracté des engagements nets de 44,3 milliards sous forme de dépôts-crédits auprès de contreparties situées hors de la zone euro, exclusivement en devises⁵.

⁵ Une description plus précise des opérations financières des IFM avec les non-résidents sera présentée dans le rapport annuel de la balance des paiements, rapport qui pourra être consulté à partir du mois de juillet sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

Par ailleurs, les administrations publiques ont contracté des engagements nets de 3,2 milliards d'euros auprès des non-résidents et les créances nettes des autorités monétaires ont diminué de 10,4 milliards. Au sein des « Autres secteurs », les entreprises d'investissement et autres intermédiaires financiers non bancaires ont accru leurs engagements nets de 5,8 milliards d'euros, les entreprises industrielles et commerciales s'endettant à hauteur de 3,9 milliards, dont 3,6 milliards de crédits commerciaux consentis par des non-résidents.

Encadré 2

La révision des investissements de portefeuille de l'année 2003

Les données de balance des paiements de l'année 2003 rendues publiques à la mi-2004 ont fait l'objet d'une révision globale dont il est tenu compte dans les résultats publiés ici. Les révisions annuelles de balance des paiements constituent une pratique habituelle, en France et dans la plupart des autres pays, recommandée par les organisations internationales en charge du suivi de la méthodologie et de la qualité des statistiques de balance des paiements¹. Elles permettent de procéder à une vérification systématique de la cohérence des séries, de croiser des informations de plusieurs sources, de remplacer les données estimées ou collectées au fil des mois par des résultats issus d'états ou d'enquêtes annuels nécessitant des délais de traitement plus longs, mais plus fiables et plus complets. On a vu, l'année dernière, combien les résultats des enquêtes sur les stocks d'investissements directs à la fin de l'année 2002 conduisaient à modifier les estimations de bénéfices réinvestis qui figuraient auparavant dans la balance des paiements 2002. Cette année, c'est la connaissance des résultats de l'enquête annuelle relative aux stocks d'investissements de portefeuille transfrontières à fin 2003 qui se traduit par de fortes révisions à la hausse des flux d'investissements de portefeuille de l'année 2003.

Les achats de titres étrangers par les résidents ont ainsi été réévalués de 39,9 milliards au total, dont 15,8 milliards pour les actions et 23,3 milliards pour les valeurs obligataires et assimilés. Les achats de titres français par les non-résidents ont été relevés pour leur part de 55 milliards, dont 41,6 milliards pour les obligations, et portés à un montant sans précédent de 176,4 milliards. Les révisions s'étant en partie compensées, l'impact sur le solde des investissements de portefeuille a cependant été limité à 15,1 milliards.

Révision des investissements de portefeuille

(en milliards d'euros)

	Année 2003		Écarts
	Version de juin 2004	Version de juin 2005	
Investissements de portefeuille - solde	- 9,3	5,8	15,1
Avoirs (résidents sur titres émis par des non-résidents)	- 130,7	- 170,6	- 39,9
Actions et titres d'OPCVM	- 26,5	- 42,3	- 15,8
Obligations et assimilés	- 78,0	- 101,3	- 23,3
Instruments du marché monétaire	- 26,2	- 27,0	- 0,8
Engagements (non-résidents sur titres émis par des résidents)	121,4	176,4	55,0
Actions et titres d'OPCVM	14,3	18,1	3,8
Obligations et assimilés	102,6	144,2	41,6
Instruments du marché monétaire	4,5	14,1	9,6

¹ Cf., par exemple, le « Cadre d'évaluation de la qualité des statistiques de balance des paiements », plus connu sous son acronyme anglais DQAF – Data Quality Assessment Framework – for Balance of Payments Statistics, élaboré par le Fonds monétaire international et dont la première version a été diffusée en octobre 2001.

Annexe

Tableau 4
Échanges de services
 Détail

	(flux et soldes en milliards d'euros)									
	Crédits				Débits				Soldes	
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	
Services	91,0	87,3	88,8	72,9	73,3	78,6	18,2	14,0	10,3	
Transports	19,8	19,1	20,6	18,9	18,8	21,1	0,9	0,2	- 0,5	
maritimes	4,8	4,9	5,7	5,4	5,6	6,8	- 0,6	- 0,7	- 1,2	
aériens	8,8	8,5	9,0	8,0	8,3	9,2	0,7	0,2	- 0,2	
autres	6,3	5,7	5,9	5,5	5,0	5,1	0,8	0,7	0,9	
Voyages	34,2	32,3	32,8	20,6	20,7	23,0	13,6	11,6	9,8	
Services de communication	2,3	2,2	2,4	1,8	1,8	1,5	0,5	0,4	0,9	
Services de construction	3,3	2,5	2,6	1,7	1,2	1,4	1,6	1,3	1,2	
Services d'assurances	1,2	1,9	1,2	1,6	2,1	1,8	- 0,5	- 0,2	- 0,5	
Services financiers	1,2	0,9	1,2	1,6	1,7	2,0	- 0,5	- 0,8	- 0,8	
Services d'informatique et d'information	1,3	1,1	1,2	1,3	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	
Redevances et droits de licence	3,5	3,6	4,1	2,0	2,2	2,5	1,5	1,4	1,5	
Autres services aux entreprises	21,9	21,4	20,2	20,3	20,8	21,1	1,6	0,6	- 0,9	
Négoce international	3,3	2,6	1,8	0,0	0,0	0,0	3,3	2,6	1,8	
Autres services commerciaux	1,8	1,9	1,9	4,3	4,5	4,7	- 2,5	- 2,6	- 2,8	
Locations	0,6	0,7	0,6	1,3	0,9	0,8	- 0,7	- 0,2	- 0,2	
Services divers aux entreprises	16,2	16,2	15,9	14,7	15,4	15,5	1,5	0,8	0,3	
Services personnels, culturels et récréatifs	1,6	1,7	1,8	2,2	2,1	2,1	- 0,6	- 0,4	- 0,3	
Services audiovisuels et annexes	1,1	1,1	1,3	1,7	1,6	1,4	- 0,6	- 0,4	- 0,1	
Autres services personnels	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,0	0,0	- 0,1	
Services des administrations publiques	0,9	0,7	0,7	0,8	1,0	0,9	0,0	- 0,3	- 0,2	

Tableau 5
Revenus

	(flux et soldes en milliards d'euros)									
	Crédits				Débits				Soldes	
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	
Revenus	68,7	76,7	87,2	64,5	69,7	80,3	4,2	7,1	6,9	
Rémunérations des salariés	10,2	9,6	9,8	1,4	1,4	1,4	8,8	8,2	8,4	
Revenus des investissements	58,5	67,1	77,4	63,1	68,3	78,9	- 4,6	- 1,2	- 1,6	
Investissements directs	4,9	14,3	19,5	- 0,3	4,2	6,9	5,3	10,1	12,6	
dont bénéfices réinvestis	- 9,6	1,7	3,9	- 4,8	- 1,9	1,1	- 4,8	3,7	2,8	
Investissements de portefeuille	32,0	32,9	41,4	39,9	43,8	53,1	- 7,9	- 10,9	- 11,7	
Autres revenus d'investissements	21,6	19,9	16,5	23,6	20,3	18,9	- 2,0	- 0,4	- 2,5	

Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères

Le creusement du déficit courant américain a repris depuis 2002, dépassant le seuil des 5 points de PIB en 2004, sans toutefois rencontrer en apparence de difficulté de financement, comme le montre l'inertie des taux à l'ampleur du déficit. Cette insuffisance de la discipline de marché tiendrait, notamment, aux achats massifs de titres publics américains réalisés par les banques centrales asiatiques dans le cadre de leur stratégie de résistance aux pressions haussières subies par leurs devises vis-à-vis du dollar. Ainsi, alors que les encours de titres du Trésor américain détenus par le secteur officiel non résident ne représentaient que 10,5 % des encours totaux en 1992, leur part aurait atteint 27,9 % à fin 2004. En raison de limites statistiques notoires dues à leur mode de collecte, ces chiffres sont toutefois à prendre avec précaution et sous-estiment vraisemblablement les interventions de change réellement menées. Ils présentent toutefois l'avantage d'être disponible rapidement, d'offrir des ventilations détaillées et de retracer assez bien les principales évolutions.

Afin d'obtenir une estimation de l'impact des achats du secteur officiel non résident sur les taux longs américains, nous nous appuyons sur un modèle d'estimation des taux longs intégrant une variable d'achats de titres publics américains par différentes catégories de non-résidents, construit à partir d'un modèle développé par CDC-Ixis. Nous parvenons à mettre en évidence un effet statistiquement significatif et d'assez forte ampleur des achats du secteur officiel non résident sur les rendements à long terme américains. Les diverses équations testées suggèrent l'existence d'un impact spécifique des achats réalisés par les banques centrales étrangères, puisqu'il est impossible d'établir une relation statistiquement significative entre l'évolution des taux longs américains et les achats réalisés par d'autres catégories d'investisseurs. Sans l'intensification des achats d'obligations publiques américaines par le secteur officiel depuis 2002, les taux d'intérêt américains auraient été, au second semestre 2004, supérieurs de 115 points de base au niveau observé. L'écart aurait atteint un maximum au premier semestre 2004, à 125 points de base.

Cette estimation doit probablement être considérée comme un majorant. En effet, de multiples facteurs contingents et difficilement quantifiables ont exercé une influence baissière sur les taux longs américains au cours de cette période. Il est possible que le coefficient affecté à la variable représentative des achats d'obligations publiques par les non-résidents capte ces effets (anticipations d'éventuelles interventions du Système fédéral de réserve sur l'ensemble de la courbe des taux, par exemple) et soit surestimé. Diverses limites économiques (instabilité du coefficient, autocorrélation des résidus) expliquent donc que ces résultats soient interprétés avec prudence.

Laure FREY
Gilles MOËC
*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les économies étrangères*

NB : Les auteurs remercient, pour leurs remarques sur une série antérieure de cette étude, G. Lévy-Rueff et P. Sicsic (qui leur a également fourni la série historique des prévisions du CBO).

Parmi les causes de la persistance et de l'aggravation d'un déséquilibre de la balance courante américaine, l'absence d'incitation à la réorientation de la politique budgétaire, du fait d'une insuffisante discipline de marché, est régulièrement citée par la littérature de marché. En effet, les États-Unis n'ont pas, jusqu'à présent, subi les conséquences de leur déséquilibre épargne/investissement en termes de hausse des taux d'intérêt. Cette insuffisance de la discipline de marché tiendrait, notamment, aux achats massifs de titres publics américains réalisés par les banques centrales asiatiques dans le cadre de leur stratégie de résistance aux pressions haussières subies par leurs devises vis-à-vis du dollar. Cet effet est toutefois rarement quantifié précisément. Par exemple, une étude récente du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (Bernanke, Reinhart et Sack, 2004) l'aborde « en creux », sans l'estimer directement, en étudiant l'évolution des résidus d'un modèle de détermination des taux longs américains qui n'intègre pas de variable représentative du comportement d'acquisition de titres publics. L'impact mesuré de cette manière se situerait dans une fourchette comprise entre 50 points de base et 100 points depuis 2002. Or, comme de multiples facteurs non fondamentaux, tels que l'anticipation d'interventions du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve sur l'ensemble de la courbe des taux, ont pu également affecter le niveau des taux au cours de la période récente, seule l'estimation directe permettrait de s'assurer de la réalité d'un impact et d'en déterminer l'ampleur. La tentative faite en ce sens par Artus (2005), qui met en évidence un impact d'assez forte ampleur, paraît toutefois pouvoir être affinée, dans la mesure où elle fait intervenir les achats de titres publics par l'ensemble des non-résidents, sans distinguer parmi ceux-ci les seuls achats menés par les banques centrales.

Pour obtenir une estimation directe et statistiquement robuste de l'impact de ces achats sur les rendements à long terme américains, nous partons d'un modèle d'estimation des taux longs développé par CDC-Ixis (Iankova, Lefevre et Teiletche, 2004), en modifiant la variable représentative de l'état des finances publiques et en y ajoutant une variable représentative des achats de titres publics américains par différentes catégories de non-résidents. L'effet spécifique du comportement des banques centrales asiatiques ne peut toutefois être estimé, dans la mesure où les données américaines fournissent une décomposition des achats des non-résidents par secteur (officiel ou privé) et par origine géographique, mais ne permettent pas d'isoler, au sein d'un secteur, la contribution particulière de tel ou tel pays ou groupe de pays.

Nous parvenons à mettre en évidence un effet statistiquement significatif et d'assez forte ampleur des achats du secteur officiel non-résident sur les rendements à long terme américains. Les diverses équations testées suggèrent l'existence d'un impact spécifique des achats réalisés par les banques centrales étrangères, puisqu'il est impossible d'établir une relation statistiquement significative entre l'évolution des taux longs américains et les achats réalisés par d'autres catégories d'investisseurs. Sans l'intensification des achats d'obligations publiques américaines par le secteur officiel depuis 2002, les taux d'intérêt américains auraient été, au second semestre 2004, supérieurs de 115 points de base au niveau observé. L'écart a atteint un maximum au premier semestre 2004, à 125 points de base. Cette estimation doit toutefois être considérée comme un majorant. En effet, de multiples facteurs

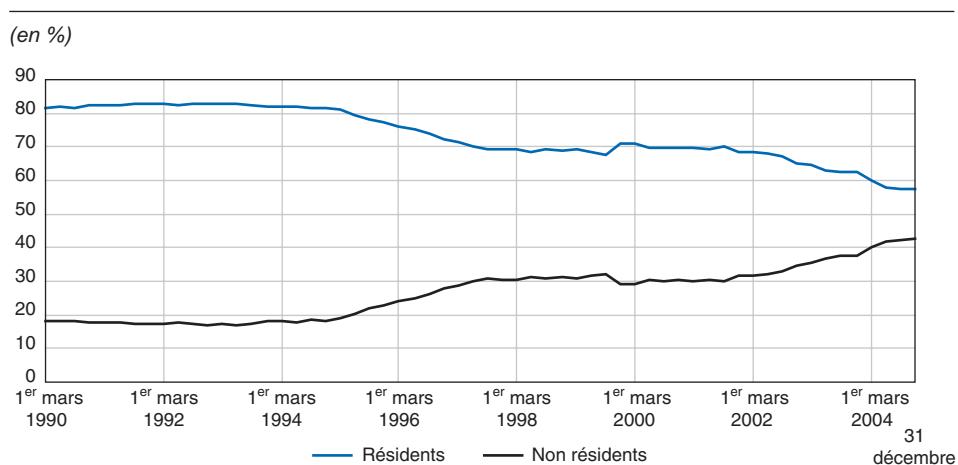
contingents et difficilement quantifiables ont exercé une influence baissière sur les taux longs américains au cours de cette période. Il est donc possible que le coefficient affecté à la variable représentative des achats d'obligations publiques par le secteur officiel non-résident capte ces effets (anticipations de mise en place d'un « plan B » par le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve par exemple) et soit donc surestimé. Par ailleurs, la relation ne peut être mise en évidence que si la période d'estimation intègre les mouvements importants du milieu des années quatre-vingt, liés à la mise en place des accords du Louvre et du Plaza. Il se pourrait donc que la relation existant entre les achats de titres par les banques centrales étrangères et les taux à long terme américains soit caractérisée par des effets de seuil, et soit donc de forme non linéaire.

1. Présentation du modèle : vers une estimation directe de l'impact des achats de titres publics américains par le secteur officiel non-résident

1.1. La part du secteur officiel non-résident dans le financement du déficit budgétaire américain a fortement progressé depuis 2002

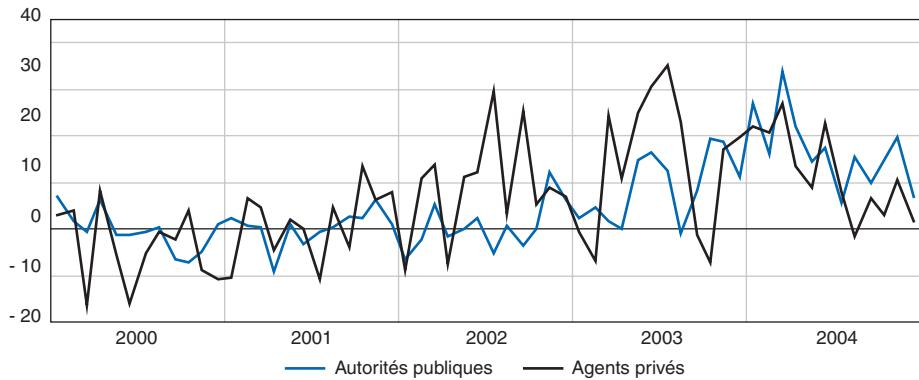
Des achats massifs de titres publics par les banques centrales, lorsqu'ils interviennent dans le cadre d'une stratégie dont on peut penser qu'elle n'évoluera pas à court terme, peuvent altérer le niveau des taux d'intérêt parce que les autres participants du marché considèrent que ces achats modifient significativement les conditions d'équilibre de l'offre et de la demande sur le marché obligataire. En effet, la recherche du profit n'est pas l'objectif premier des interventions des banques centrales et on peut donc anticiper qu'elles sont moins sensibles au niveau du rendement et à ses variations que les acteurs privés. Un investisseur sera ainsi fondé à réduire la prime de risque qu'il aurait exigée en l'absence de ces

Répartition des encours de titres du Trésor américain entre résidents et non-résidents



Achats nets de titres du Trésor américain par les non-résidents depuis 2001

(en milliards de dollars)



Source : TICS

politiques d'achat par les banques centrales, sachant qu'il pourra plus aisément se défaire de son investissement en le vendant à une banque centrale *a priori* indifférente au rendement.

Jusqu'en 1995, la part des non-résidents dans le financement du déficit public américain est demeurée relativement stable, autour de 18 %. En 1995, 1996 et 1997, les achats nets par les non-résidents, et, en particulier, ceux du secteur privé, ont augmenté fortement avant de ralentir à partir de 1998, en raison du rachat de ses titres de dette par le département du Trésor américain. Depuis 2002, l'accélération des achats nets par les non-résidents a repris, dominée cette fois par le secteur officiel. Ces mouvements ont reflété, en particulier, l'augmentation des réserves de change des banques centrales asiatiques en vue de freiner l'appréciation de leur monnaie face au dollar. Ainsi, fin 2004, les encours de titres du Trésor américain détenus par les non-résidents représentaient 42,5 % des encours totaux, dont 27,9 % environ pour le seul secteur officiel.

Il convient de garder à l'esprit que les estimations d'achats de titres issues du *Treasury International Capital System* (TICS) sous-estiment fortement les achats nets par les non-résidents, et, en particulier, par le secteur officiel. Ainsi, les interventions de change de la seule Banque du Japon, toutes devises comprises, se sont élevées à 297 milliards de dollars entre mai 2003 et mars 2004. Sur la même période, les achats nets de titres du Trésor par le secteur officiel non-résident étaient estimés par les TICS à 183 milliards de dollars, les achats nets totaux étant estimés à 363 milliards. Il s'agit cependant de la source couvrant le champ le plus large et la plus détaillée. L'annexe 3 fournit une analyse plus complète des divergences de données.

1.2. Les estimations disponibles

1.2.1. L'étude du Système de réserve fédéral : une quantification « en creux »

Bernanke, Reinhart et Sack (2004), sans toutefois proposer de justification théorique aux faits stylisés qu'ils présentent, forment l'hypothèse d'un impact particulier des décisions d'achat des banques centrales, américaine ou étrangères, sur les taux d'intérêt à long terme. Ils cherchent, notamment, à estimer l'impact des annonces, par des observateurs proches du Système de réserve fédéral, de la possibilité d'achat par la banque centrale américaine de titres publics américains à long terme. Ces annonces s'étaient multipliées lors de l'été 2003, lorsque la proximité du seuil de 0 % pour les taux directeurs avait réduit la capacité d'action usuelle du Système de réserve fédéral (« plan B »). Dans le même ordre d'idées, les auteurs font l'hypothèse d'une influence déterminante des achats réalisés par les banques centrales asiatiques sur les taux d'intérêt à long terme américains. Par ailleurs, ils évoquent une troisième source de déconnexion du niveau des taux longs par rapport à leurs déterminants fondamentaux : celle d'un impact particulier des programmes de rachat de titres par le Trésor américain, lorsque les finances publiques dégageaient un excédent important, à la fin des années quatre-vingt-dix et en 2000.

Toutefois, les auteurs n'estiment pas directement l'impact de ces facteurs sur les taux longs américains. En pratique, ils construisent un modèle VaR du taux long américain reposant sur cinq variables : ce qu'ils appellent « *the employment gap* » (écart entre l'emploi observé et l'emploi tendanciel construit par filtrage HP), l'inflation observée, l'inflation anticipée (à partir des données des études « *blue chips* »), le taux des fonds de réserve fédérale et, enfin, le taux à terme euro-dollar (à un an), ce dernier étant censé refléter les anticipations concernant l'évolution de la politique monétaire américaine à court terme.

L'impact des effets exposés plus haut est estimé par approximation en étudiant l'évolution des résidus de ce modèle VaR à certains moments clefs (période de forte intervention des banques centrales asiatiques, déclarations d'observateurs proches du Système de réserve fédéral pouvant laisser anticiper le recours au « plan B », annonce du Trésor américain de programmes de rachat d'obligations). Les auteurs mettent ainsi en exergue que, depuis le début de la politique d'accroissement des achats de titres publics américains par la Banque du Japon, le modèle VaR surestime habituellement de 50 points de base et 100 points les taux à 10 ans américains.

Dans le cas de l'impact des achats des banques centrales asiatiques, les auteurs affinent leur analyse, en régressant le volume des interventions de la Banque du Japon sur les taux d'intérêt à long terme américains. Toutefois, cette analyse n'est conduite que sur des observations quotidiennes, ce qui ne permet pas de conclure à l'existence d'un impact significatif sur un horizon temporel plus long. Par ailleurs, les acquisitions de titres publics par la Banque du Japon ne forment qu'une part des achats de l'ensemble des banques centrales asiatiques.

1.2.2. Patrick Artus : une estimation directe portant sur les niveaux de taux qui ne distingue pas le rôle spécifique des interventions de change

Patrick Artus (2005) cherche à estimer directement l'impact des achats nets d'obligations publiques par les non-résidents en estimant un modèle reliant le niveau des taux d'intérêt à 10 ans au taux des fonds fédéraux et aux achats nets d'obligations publiques par les non-résidents. Il introduit, par ailleurs, d'autres variables (croissance du PIB en valeur, déficit de la balance courante, déficit public). Il trouve un effet significatif de ces achats sur le niveau des taux : une hausse des acquisitions d'obligations publiques par les non-résidents à hauteur d'un point de produit intérieur brut (PIB) américain réduit le taux à 10 ans dans une fourchette comprise entre 40 points de base et 90 points. Cette analyse a pour défaut principal de ne pas distinguer entre achats du secteur officiel ou du secteur privé, ni selon l'origine géographique. L'éventuelle spécificité d'un impact des seuls achats par les banques centrales n'est donc pas mise en évidence.

1.2.3. Roubini et Setser : une estimation à partir d'études quantitatives « de marché » et d'éléments qualitatifs

Bien que l'effet des interventions des banques centrales sur les taux longs américains soit difficile à mettre en évidence quantitativement, les auteurs estiment que celui-ci est assez significatif. Ils partent, notamment, d'une étude de Goldman Sachs (2004) concluant à un impact de 40 points de base. Selon eux, les auteurs de cette étude ont sous-estimé le poids réel des achats de titres par les banques centrales étrangères (cf. annexe 3) et ont négligé certains effets de second tour des achats des banques centrales étrangères. Au vu de ces arguments, Roubini et Setser (2005) estiment que l'impact des achats nets de titres du Trésor américain par les banques centrales serait plus proche de 200 points de base.

1.3. Notre modèle : l'ajout de variables représentatives des achats de titres par différentes catégories de non-résidents

Le modèle de référence utilisé est celui développé par Iankova, Lefevre et Teiletche (2004). Il se présente sous la forme d'une équation à correction d'erreur, compte tenu du caractère non stationnaire des variables utilisées.

- En premier lieu, une relation de long terme entre le niveau des taux d'intérêt à 10 ans, celui du taux à 3 mois et le déficit des administrations publiques rapporté au PIB est mise en évidence.

- En second lieu, une équation de court terme est estimée, reliant la variation trimestrielle des taux d'intérêt à long terme à un terme de rappel égal au résidu retardé d'une période de l'équation de long terme, à la variation du taux à 3 mois, à celle du ratio déficit public/PIB et à l'indice PMI – petites et moyennes industries – (indice des directeurs d'achat).

$$(1) TX10Y = a + b \cdot DEF/PIB + c \cdot TX3M$$

$$(2) \Delta TX10Y = d + e \Delta DEF/PIB + f \Delta TX3M + g \cdot RESID(t-1) + h \cdot PMI$$

Les variables sont décrites plus précisément dans l'annexe 2.

La présence des taux à 3 mois offre l'avantage de raisonner à politique monétaire donnée. On s'attend à ce que le coefficient affecté au taux court dans l'équation s'éloigne progressivement de l'unité à mesure que la maturité testée s'accroît (Wu, 2003). La présence du déficit public rapporté au PIB se justifie par ses effets sur l'offre de titres ; l'indice PMI, en tant que variable représentative de l'état de la conjoncture, peut influencer les anticipations de taux court ou l'arbitrage entre obligations et actifs plus risqués.

À noter que ce modèle n'intègre pas directement de variables représentatives de l'inflation anticipée. Cette absence, qui n'est pas discutée dans le papier de CDC-Ixis, peut s'expliquer par le fait que le taux court, présent dans l'équation, intègre de l'information relative à l'inflation anticipée, de même que l'indice PMI.

Par ailleurs, à la lumière de la littérature disponible, il nous semble également préférable d'améliorer le modèle CDC-Ixis, du point de vue de l'indicateur de l'état des finances publiques, en considérant que la variable pertinente n'est pas le déficit observé, mais le déficit anticipé, comme le rappellent Gale et Orszag (2002) et Sicsic (2003). Reprenant ces travaux, nous utilisons, comme approximation du déficit anticipé, le ratio déficit sur PIB moyen au cours des cinq prochaines années projeté par le *Congress Budget Office* (CBO). Ces données sont actualisées et publiées deux fois par an, ce qui nous contraint à mener les estimations sur des données semestrielles, alors que le modèle CDC-Ixis est estimé sur données trimestrielles. Nous avons compensé la réduction de la taille de l'échantillon liée au changement de fréquence en élargissant la période d'estimation, premier semestre 1984 – second semestre 2004, contre 1990-2003 pour CDC-Ixis. Il ne semble pas possible d'utiliser des prévisions de finances publiques présentant une fréquence trimestrielle puisque les organismes internationaux tels que l'OCDE :

- considèrent le déficit public américain dans son ensemble, *i.e.* déficit des États fédérés et des collectivités locales inclus,
- ne retiennent qu'un horizon de prévision relativement court (un à deux ans) et, surtout,
- ne procèdent en réalité qu'à deux mises à jour dans l'année.

Le passage à une fréquence trimestrielle n'apporterait donc pas de véritable information supplémentaire.

C'est à ce modèle que nous ajoutons des variables représentatives des achats nets d'obligations publiques, en distinguant parmi celles-ci les achats du secteur privé et ceux du secteur officiel, les achats d'Asie et les autres achats. Comme on l'a vu dans la première partie, les données TICS que nous utilisons ici sous-estiment, probablement, les achats effectifs de titres américains auxquels procèdent les banques centrales étrangères. Toutefois, dans la mesure où nous nous intéressons ici à l'impact sur un point particulier de la courbe des taux (le taux à 10 ans), et non au bouclage du financement du déficit de la balance des transactions courantes, l'utilisation des données TICS est préférable, puisqu'elles permettent d'isoler les seuls achats de titres longs (cf. annexe 3).

Notre modèle s'écrit donc de la manière suivante :

$$(3) TX10Y = a + b \cdot DEF^*/PIB^* + c \cdot TX3M + d \cdot PURCHASE-NR/DETTE$$

$$(4) \Delta TX10Y = e + f \cdot \Delta DEF^*/PIB^* + g \cdot \Delta TX10Y_{t-1} + h \cdot RESID(3)_{t-1} + i \cdot PMI + j \cdot \Delta PURCHASE-NR/DETTE$$

À noter que nous avons choisi de normaliser les achats d'obligations publiques par les non-résidents par la dette publique et non, comme l'a fait Patrick Artus, par le PIB. Ce choix est motivé par le fait que l'encours de dette publique peut être considéré comme un « *proxy* » de l'ampleur du marché obligataire public.

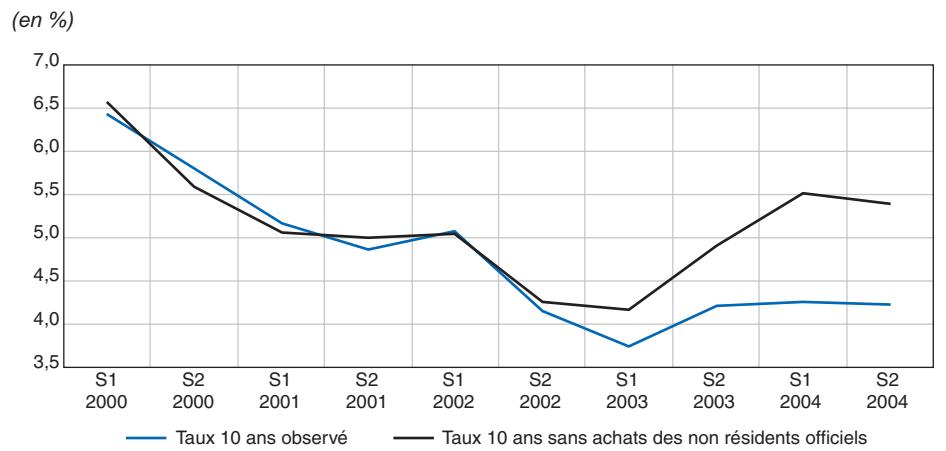
2. Les résultats : rôle spécifique des achats d'obligations publiques par le secteur officiel non résident

Le tableau de l'annexe 1 permet de comparer les résultats de nos estimations, menées avec différentes catégories d'acheteurs non résidents d'obligations publiques américaines, avec celles de Iankova, Lefeuvre et Teiletche.

Une première différence entre nos estimations et celles de CDC-Ixis tient au fait que la variation du déficit public projeté par le CBO exerce un effet statistiquement significatif sur le niveau et la variation du taux d'intérêt à long terme américain, alors que, dans la spécification de CDC-Ixis, le déficit public observé n'exerce d'influence que sur le long terme.

Selon nos estimations, seuls les achats réalisés par le secteur officiel jouent un rôle significatif à la fois sur le niveau et sur la variation des taux d'intérêt (modèle appelé BdF 1 dans l'annexe 1). Les achats du secteur privé ont un impact sur la relation de long terme, mais pas sur la relation de court terme. Enfin, le comportement d'achat des investisseurs asiatiques, en faisant masse des investisseurs publics et privés, ne semble pas jouer de rôle significatif, ni à court ni à long terme.

**Taux long observé et taux long à achat constant (niveau de 1999)
par le secteur officiel non résident**
Application de coefficients de BdF 1



Quel que soit le modèle retenu, il apparaît que les taux longs américains sont très sensibles aux prévisions de déficit budgétaire. À court terme, une révision d'un point de PIB du déficit fédéral moyen prévu pour les cinq années à venir se traduit par une augmentation de l'ordre de 30 points de base à 40 points du taux à 10 ans le même semestre.

Compte tenu de la forte augmentation du déficit budgétaire prévue par le CBO sur la période récente, passant d'une projection en surplus de 0,7 point de PIB au premier semestre 2002 à un déficit de 2,2 % du PIB au premier semestre 2004, et du redémarrage de la conjoncture américaine capté par l'indice PMI, les taux d'intérêt à long terme auraient dû fortement augmenter au cours des deux dernières années. Cet effet a toutefois été compensé par la vive progression des achats nets d'obligations publiques par le secteur officiel non résident, presque nuls début 2002, mais représentant 2,5 points de dette publique au premier semestre 2004.

En utilisant le modèle « BdF 1 », nous avons représenté graphiquement le niveau des taux à long terme observé depuis 2000 et celui que l'on aurait constaté si le secteur officiel non résident avait maintenu ses achats d'obligations publiques américaines à son niveau de 1999. Sans l'intensification des acquisitions opérées par le secteur officiel non résident, les taux d'intérêt à long terme américains seraient supérieurs de 115 points de base à leur niveau observé au second semestre 2004. Le taux à 10 ans se serait situé à 5,4 %, soit un niveau plus conforme aux fondamentaux, proche d'une estimation consensuelle du taux de croissance tendanciel du PIB nominal américain.

À noter toutefois que l'estimation du coefficient affecté aux achats d'obligations publiques par le secteur officiel non résident est probablement biaisée à la hausse. En effet, comme l'ont mis en évidence Bernanke *et alii*, certains facteurs non quantifiables ont pu aboutir à une réduction du taux à 10 ans américain au moment même où les interventions des banques centrales étrangères ont pris de l'ampleur. Par ailleurs, l'estimation du modèle BdF 1 révèle une forte

autocorrélation des résidus (statistique de Durbin-Watson de 1,53) qui doit conduire à prendre les évaluations chiffrées avec précaution. Enfin, lorsque l'on modifie la période d'estimation, une forte instabilité des coefficients apparaît. En effet, si l'on exclut de la période d'estimation les années 1985 à 1987, marquées par de forts mouvements d'achats de titres publics américains par le secteur officiel non résident, dans le cadre des accords de change du Louvre et du Plaza, la significativité de cette variable n'est plus assurée au sens du test de Student. La même conclusion s'impose lorsque l'on exclut de la période d'estimation les années 2002 à 2004. Il semblerait donc que la relation entre le comportement d'achat de titres publics des banques centrales étrangères et les taux d'intérêt soit caractérisée par des effets de seuil et ne semble donc jouer que dans les périodes de fort « activisme » des banques centrales en matière d'accumulation de réserves.

Bibliographie

- Bernanke (B.), Reinhart (V.) et Sack. (B.) (2004) : « *Monetary policy alternatives at the zero bound : an empirical assessment* » Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, *working paper*, n° 48, septembre
- Artus (P.) (2005) : « Quel est l'effet des interventions de change sur les taux d'intérêt à long terme des États-Unis ? » CDC-Ixis, *Flash*, janvier
- Roubini (N.) et Setser (B.) (2005) : « *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006* », février
- Iankova Ross (E.), Lefevre (E.) et Teiletche (J.) (2004) : « Un modèle de détermination économique des taux d'intérêt », CDC-Ixis, *Flash*, avril
- Wu (T.) (2003) : « *What makes the yield curve move?* » Federal Reserve of San Francisco, *Economic Letter*, juin
- Gale (W.G.) et Orszag (P.R.) (2002) : « *The economic effect of long-term fiscal discipline* », *Brookings Institution*, décembre
- Sicsic (P.) (2003) : « Déficit budgétaire et taux d'intérêt aux États-Unis », CDC-Ixis, *Flash*, février
- Meadow Sobol (D.) (1998) : « *Foreign ownership of US Treasury securities: What the data show and do not show* » *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, mai
- McCauley (R.) et Fung (B.) (2003) : « *Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves* », Banque des règlements internationaux, *Quarterly Review*, mars

Annexe 1

Iankova, Lefeuvre, Teletche		BdF 1		BdF 2		BdF 3		
Relation de long terme	Taux à 3 mois	0.60 (17.37)	Taux à 3 mois	0.56 (12.01)	Taux à 3 mois	0.53 (11.03)	Taux à 3 mois	0.56 (9.97)
	Déficit observé des APU/PIB	0.34 (11.64)	Déficit des APU/PIB prévu par le CBO pour les 5 prochaines années	0.49 (10.25)	Déficit des APU/PIB prévu par le CBO pour les 5 prochaines années	0.50 (10.54)	Déficit des APU/PIB prévu par le CBO pour les 5 prochaines années	0.47 (9.40)
			Achats nets d'obligations publiques par les NR officiels/dette publique	- 0.51 (- 2.59)	Achats nets d'obligations publiques par les NR privés/dette publique	- 0.46 (- 2.93)	Achats nets d'obligations publiques par les NR asiatiques/dette publique	- 0.26 (- 1.35)
	Constante	2.50 (12.07)	Constante	3.54 (12.87)	Constante	3.73 (12.43)	Constante	3.50 (10.08)
Période d'estimation		1990T1-2003T4		1984S1-2004S1		1984S1-2004S1		1984S1-2004S1
SEE		nc		0.62		0.60		0.66
R2		0.87		0.92		0.92		0.91
Relation de court terme	Δ Taux à 3 mois	0.40 (4.40)	Δ Taux à 3 mois	ns	Δ Taux à 3 mois	ns	Δ Taux à 3 mois	ns
	Δ Déficit observé des APU/PIB	ns	Δ Déficit anticipé des APU/PIB	0.40 (4.36)	Δ Déficit anticipé APU/PIB	0.37 (4.47)	Δ Déficit anticipé APU/PIB	0.35 (3.66)
	PMI	0.06 (5.07)	PMI	0.08 (4.74)	PMI	0.07 (4.47)	PMI	0.07 (4.35)
	Terme de rappel	- 0.24 (- 2.61)	Terme de rappel	- 0.54 (- 4.18)	Terme de rappel	- 0.57 (- 5.07)	Terme de rappel	- 0.46 (- 4.00)
			Endogène retardée	0.26 (2.31)		0.26 (2.33)		0.24 (2.07)
			Δ Achats nets d'obligations publiques des NR officiels/dette publique	- 0.29 (- 2.04)	Δ Achats nets d'obligations publiques des NR privés/dette publique	- 0.10 (- 0.75)	Δ Achats nets d'obligations publiques des NR asiatiques/dette publique	- 0.04 (- 0.32)
	Constante	ns	Constante	- 4.09 (- 4.84)	Constante	- 3.63 (- 4.62)	Constante	- 3.81 (- 4.46)
SEE		nc		0.40		0.40		0.43
R2		0.48	0.61	0.62		0.66		0.53

ns : non significatif

nc : non communiqué

Annexe 2

Description des données utilisées

Le taux que nous cherchons à expliquer dans les équations, noté TX10Y, est le taux moyen des obligations d'État à 10 ans aux États-Unis (*benchmark*). La série utilisée est une série quotidienne, fournie par Datastream, qui a été convertie en données semestrielles (moyenne).

La première variable explicative de l'équation de long terme, telle que définie par CDC-Ixis, est le déficit public américain rapporté au PIB, noté DEF/PIB. La série de données retenue est la série de capacité ou besoin de financement des APU en points de PIB calculée par l'OCDE sur une fréquence trimestrielle.

La deuxième variable explicative intervenant dans l'équation de long terme est le taux à 3 mois, noté TX3M. Il s'agit du taux d'intérêt moyen des certificats de dépôt à 3 mois aux États-Unis, série également fournie sur une base quotidienne par Datastream.

Dans notre équation de long terme, nous avons remplacé la série des déficits publics observés par les déficits fédéraux anticipés, notés DEF*/PIB*. Contrairement à la série précédente, seuls les déficits fédéraux sont pris en compte, les déficits des États fédérés ou des collectivité locales étant écartés. Ceci est cohérent avec le champs des titres du Trésor. Le déficit fédéral anticipé est la somme des soldes fédéraux américains prévus par le CBO pour les cinq prochaines années rapportée à la somme des PIB nominaux prévus par le CBO pour les cinq prochaines années. Ces données sont publiées dans les rapports « *The budget and economic outlook* » à une fréquence semestrielle (prévisions de janvier ou février pour les données du premier semestre, actualisation des prévisions en juillet ou août pour celles du second semestre). Ainsi les données de déficit anticipé de deux semestres d'une même année concernent la même période de prévision de cinq ans.

Nous avons également ajouté comme variable explicative les achats nets de titres du Trésor d'une maturité supérieure à un an par différentes catégories de non-résidents, notés PURCHASE-NR. Les données proviennent de l'enquête mensuelle conduite par le département du Trésor dans le cadre du *Treasury International Capital System*. Cette dernière fournit une estimation mensuelle des achats nets de titres du Trésor par les non-résidents, qu'elle décompose en achats nets par le secteur officiel, par le secteur privé et par les institutions internationales. Elle propose également une ventilation géographique des achats nets par pays. Pour des raisons de confidentialité, ces données ne sont pas croisées et on ne peut donc obtenir les achats nets par les autorités publiques asiatiques. Il nous a donc été possible de tester dans les équations de court et de long termes les achats nets du secteur officiel, des opérateurs privés et de l'ensemble des opérateurs, privés et publics, résidents en Asie.

L'équation de court terme reprend les mêmes variables explicatives (TX3M, DEF/PIB pour CDC-Ixis, DEF*/PIB* et PURCHASE dans nos équations), auxquelles s'ajoute le résidu de l'équation de long terme, noté RESID, décalé d'un semestre, et l'indice conjoncturel PMI, noté PMI. Concernant ce dernier, il s'agit de l'indice composite PMI tiré de l'enquête mensuelle menée par l'ISM auprès des personnes en charge de la stratégie d'approvisionnement dans les entreprises du secteur manufacturier des États-Unis.

Annexe 3

Comparaison des différentes données relatives aux achats nets de titres du Trésor par les non-résidents du secteur officiel

Les données issues de l'enquête mensuelle du *Treasury International Capital System* conduite par le département du Trésor américain sont notoirement faussées et imprécises. En effet, leurs limites sont inhérentes au mode de collecte même des informations, *i.e.* enquête auprès des institutions financières américaines (banques, maisons de titres...) sur leurs détentions et transactions de titres du Trésor américain pour le compte de non-résidents. L'impossibilité de contraindre des institutions financières à participer à ces enquêtes et des exigences de confidentialité empêchent l'obtention de statistiques plus fines (Meadow Sobol, 1998).

Ces limites se traduisent dans les chiffres de la manière suivante :

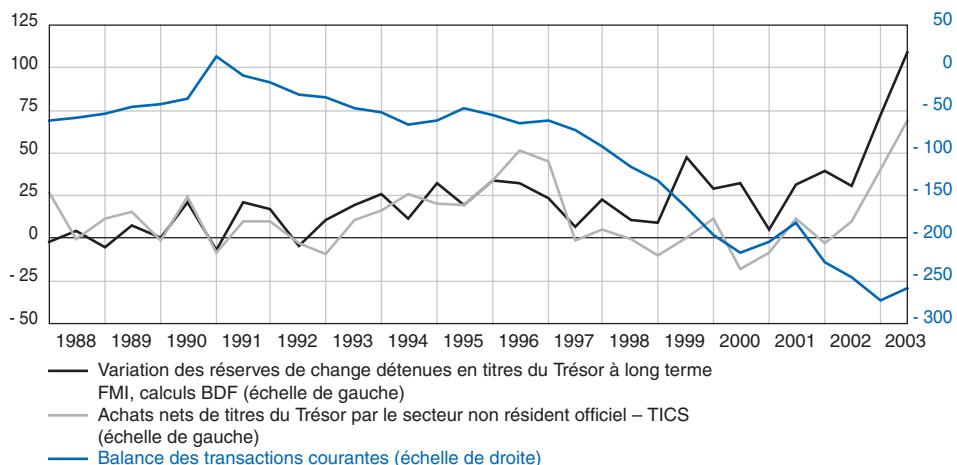
- dans la ventilation géographique, le pays pris en compte est donc le pays où les titres sont détenus et non celui où leur propriétaire réside. Ainsi les stocks de certains pays (Royaume-Uni, Suisse, Luxembourg, Bermudes, Îles caïmanes) sont surestimés (par exemple au Luxembourg, selon le TIC, 25,4 milliards de dollars de titres du Trésor américain détenus en 2003, contre un PIB de 27,1 milliards) ;
- dans la ventilation par secteur, c'est le statut (officiel ou privé) non résident du détenteur des titres qui est pris en compte et non celui du propriétaire de ces titres. Ainsi, les titres achetés par des banques privées non résidentes pour le compte de banques centrales sont classés dans le secteur privé ;
- par ailleurs, les transactions entre non-résidents uniquement ne sont pas prises en compte si une institution financière américaine n'intervient pas.

Concernant les titres acquis par les banques centrales, il existe toutefois des sources alternatives telles que les chiffres publiées par le Fonds monétaire international (FMI) dans le cadre des *International Financial Statistics* (IFS) ou les déclarations d'interventions des banques centrales.

Ainsi, en appliquant la proportion de réserves de change détenues en dollars, publiée dans les rapports annuels du FMI pour chacune des années, au montant des réserves de change totales, publié mensuellement dans les IFS, on obtient une estimation des réserves de change détenues en dollars. D'après ces calculs, les variations des réserves de change mondiales détenues en dollars auraient été de 403 milliards de dollars en 2003. À titre de comparaison, le département du Trésor évaluait à 138 milliards de dollars les achats de titres du Trésor et de titres d'agences par les autorités officielles en 2003. Ces deux sources sont toutefois difficilement comparables puisque les réserves de change incluent d'autres instruments que les titres du Trésor à long terme, comme les titres d'agences, les

Déficit courant américain et achats nets de titres du Trésor

(en milliards de dollars)



Source : FMI, BRI, département du Trésor américain, BEA

titres du Trésor à court terme ou encore les dépôts extraterritoriaux notamment. Selon une estimation de McCauley et Fung (2003)¹ les titres du Trésor à long terme représentaient, en 2000, 44 % des réserves détenues en dollars, contre 45 % en 1989. En maintenant cette dernière proportion sur toute la période, on obtient une approximation des variations des réserves de change détenues en titres du Trésor américain.

Ni les statistiques fournies par le département du Trésor américain ni les estimations issues des données du FMI ne donnent des résultats rigoureux, mais ces dernières semblent toutefois mieux retracer la réalité, notamment au vu du volume des interventions réalisées par la Banque du Japon uniquement. Les ordres de grandeur sont toutefois assez similaires et les statistiques issues des TICS couvrent un champ plus large et permettent de remonter plus loin dans le temps (les rapports annuels du FMI ne fournissent les proportions de réserve de change détenues en dollars que sur 10 ans).

Par ailleurs, les estimations des variations annuelles des réserves de change libellées en dollars publiées par la Banque des règlements internationaux dans son rapport annuel conduisent à des résultats encore différents.

¹ « Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves » (2003), BRI, *Quarterly Review*, mars

Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ?

La situation financière des nouveaux États membres (NEM) de l'Union européenne (UE) est particulière : leurs besoins de financement, liés au processus de rattrapage, sont très importants, alors que leurs finances publiques leur offrent des marges de manœuvre limitées. En outre, les transferts communautaires ne devraient pas permettre de couvrir intégralement ces besoins, en raison, notamment, de leur plafonnement et des capacités d'absorption limitées de ces pays. Les possibilités de redéploiement des enveloppes à l'intérieur du budget de l'UE sont contraintes par les accords déjà conclus pour la période 2007-2013 et par le coût d'éventuelles adhésions futures¹.

Dans ces conditions, les sources de financement alternatives aux ressources budgétaires traditionnelles, reposant, en particulier, sur l'encouragement de l'initiative privée et l'association du secteur privé, seront probablement amenées à jouer un rôle important. En tout état de cause et quelle que soit la source de ces financements, un renforcement des capacités administratives apparaît nécessaire dans la plupart de ces pays, ne serait-ce que pour accroître les capacités d'absorption (actuellement très faibles) des fonds alloués par l'UE ou pour renforcer la confiance des investisseurs étrangers.

Dans le choix des programmes d'investissement, un bon ciblage apparaît donc essentiel, afin de maximiser le rendement des financements communautaires, dans le cadre de la mise en œuvre d'une politique d'infrastructures et de développement pour les vingt prochaines années.

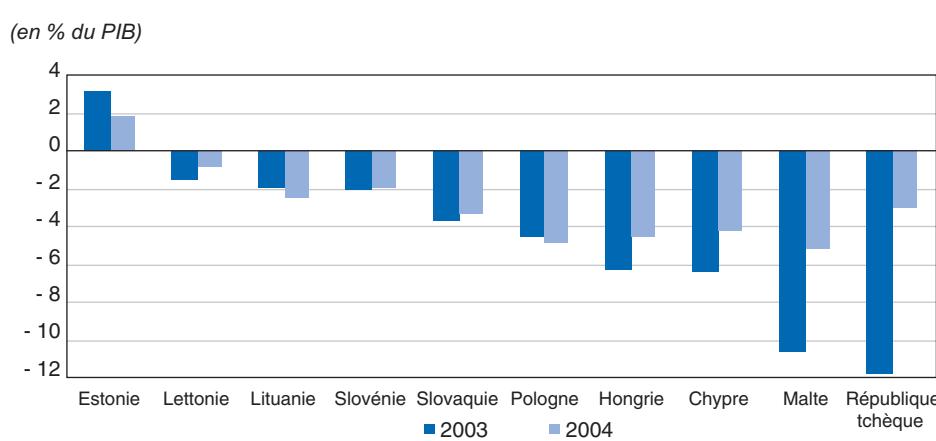
Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes
Service des Relations européennes

NB : Cet article a bénéficié des recherches de G. Poirier de Clisson, stagiaire Essec.

¹ Au moment où cet article a été écrit, un accord était en cours de discussion, au sein de l'UE, sur les perspectives financières communautaires pour 2007-2013. Au Conseil européen des 16-17 juin, les chefs d'État et de gouvernement devaient traiter de ce point. L'article ne prend pas en compte leurs conclusions. Avant le Conseil, des propositions de la Présidence luxembourgeoise avançaient un plafonnement du budget européen à 1,06 % du revenu national brut communautaire, en réduisant sensiblement les propositions de la Commission sur le financement des aides régionales et des aides à la compétitivité (cf. 1.3.).

Dix nouveaux États membres (Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie) sont entrés dans l'UE le 1^{er} mai 2004. Tous ces pays ont des besoins de financement très élevés, liés au processus de rattrapage des niveaux de vie de l'UE-15, et étaient, lors de leur adhésion, en situation de déficit budgétaire, à l'exception de l'Estonie. Six d'entre eux avaient même un déficit supérieur à 3 % du PIB en 2004. Pour 2005, la Commission prévoit, pour ces pays, au mieux, une légère réduction du déficit budgétaire et, dans le pire des cas, une aggravation de celui-ci.

Graphique 1
Solde budgétaire des NEM



Source : Commission européenne (2005), prévisions économiques, avril

Les marges de manœuvre budgétaires des NEM pour financer les dépenses liées au rattrapage sont donc limitées, en raison :

- du niveau déjà élevé des dépenses publiques, qui atteint en moyenne 46,8 % du PIB en 2004, soit un niveau très proche de celui de l'UE-15 (48,4 %) ;
- du degré de rigidité important des dépenses publiques dans ces pays, dont les charges fixes représentent une part importante (transferts sociaux en Pologne, salaires et pensions des fonctionnaires en Slovénie, Hongrie et à Chypre) ;
- du niveau déjà relativement élevé des recettes publiques, qui s'établit en moyenne à 42,2 % du PIB en 2004, soit à un niveau assez proche de celui de l'UE-15 (45,8 %).

Parallèlement, malgré une croissance plus forte dans les NEM que dans l'UE-15, la dette publique des NEM continue à se creuser, en raison, notamment, des charges liées au vieillissement de la population, qui pèsent sur les systèmes de santé et de retraite.

Dans ce contexte budgétaire fragile, ces pays peuvent profiter de l'impact des financements communautaires, surtout s'ils les intègrent dans une stratégie d'investissement public. Mais des sources complémentaires de financement doivent aussi émerger, compte tenu des impératifs de soutenabilité des finances publiques et du montant plafonné des aides communautaires qui sera déterminé, au 1^{er} semestre 2005, pour la période 2007-2013.

1. Les financements communautaires : contraintes et limites

Les besoins de financement des NEM, liés au processus de rattrapage des niveaux de prix, de revenus et de productivité sur les pays de l'UE-15, sont particulièrement élevés dans le secteur des infrastructures de transport et de télécommunication et dans celui du capital humain. Les NEM, derniers entrants dans l'UE, peuvent bénéficier, au même titre que l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal, de certains transferts communautaires.

1.1. Bilan des instruments existants au regard des besoins de financement

1.1.1. Des besoins de financement très élevés pour les NEM...

Selon les estimations de la Commission européenne, les besoins d'investissement découlant des exigences de l'acquis communautaire en matière d'environnement (dépollution de sites industriels, retraitement des déchets et des eaux usées, réduction des émissions de dioxyde de carbone) atteindraient 120 milliards d'euros à l'horizon 2015 ; les besoins en matière d'infrastructures de transport se monteraient à 90 milliards¹. En effet, 19 000 km de routes, 21 000 km de voies ferrées, 4 000 km de voies navigables et 40 aéroports seraient à construire ou à rénover. Plus de 30 milliards d'euros seraient nécessaires pour la Pologne et pour le seul secteur des transports. Étalés sur vingt ans pour l'environnement et sur quinze ans pour les infrastructures, ces besoins représenteraient des dépenses annuelles de 2,4 % du PIB des NEM. La Banque mondiale évalue les besoins d'investissements dans les infrastructures sur les quinze prochaines années à 65 milliards de dollars ; le rapport Van Miert (2003), commandé par la Commission européenne, estime les besoins immédiats à 60 milliards de dollars à horizon 2010.

Les investissements en capital humain ne sont pas comptés dans ces évaluations, car plus difficiles à évaluer, bien qu'ils soient essentiels au rattrapage et sources de croissance à long terme. Toutefois, les indicateurs disponibles concernant les NEM sont révélateurs de besoins élevés. Ainsi, s'agissant des niveaux d'instruction de la population, le nombre relatif de personnes en âge de travailler ayant bénéficié d'une éducation supérieure est faible dans les NEM : 14 % de titulaires d'un diplôme universitaire parmi les 25-64 ans, contre 22 % pour l'UE-15. Concernant les indicateurs du marché du travail, le taux de chômage dans les NEM apparaît nettement supérieur à celui de l'UE-15 : 14,3 % contre 8 %, en 2004. Le taux de chômage de longue durée y est également sensiblement plus élevé : 55 % du nombre total de chômeurs, contre 40 % dans l'UE-15, ce qui révèle le caractère essentiellement structurel du chômage dans les NEM. Certaines études (Fitz Gerald, 2004) soulignent le risque d'une sous-estimation du rôle clé du capital humain dans la programmation des investissements futurs.

¹ De manière connexe, on rappellera que, malgré l'adhésion, le taux de transposition des directives européennes en droit national est encore faible dans la plupart des NEM (relatif non transposé au 31 mai 2004 allant de 0,8 % pour la Lituanie à 40,4 % pour Malte, contre une moyenne UE-15 de 2,2 % et un taux français de 4,1 %).

1.1.2. ...avec des instruments encadrés et des transferts communautaires plafonnés...

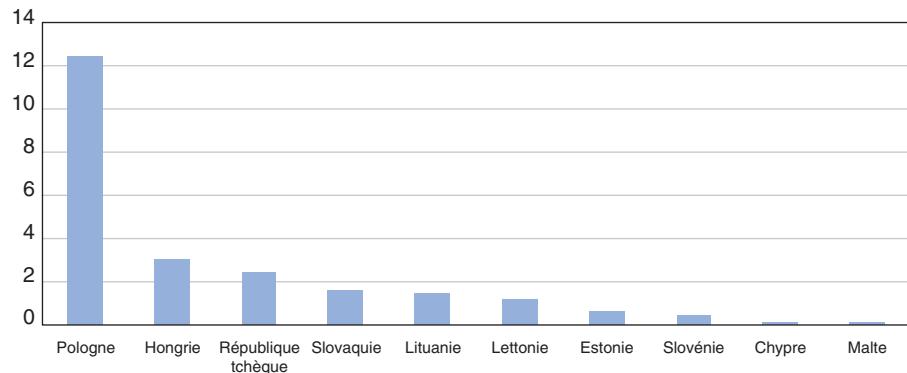
Dans le cadre de la politique régionale de l'UE, destinée à réduire les écarts de développement entre régions de l'UE, les dix NEM reçoivent des fonds, en vue de financer les besoins liés à leur développement. Un premier instrument est constitué par le Fonds de cohésion, créé par le traité de Maastricht et destiné à financer des projets dans les domaines des transports et de l'environnement. Sont éligibles à ce Fonds les États membres ayant un niveau de PIB par habitant inférieur à 90 % de la moyenne de l'UE. Tous les NEM y sont donc éligibles.

Les autres instruments sont constitués par les fonds structurels (développement rural et pêche, développement régional, ressources humaines) déclinés en trois objectifs (objectif 1 : régions en retard de développement, objectif 2 : zones en reconversion, objectif 3 : ressources humaines) et attribués aux régions de l'UE selon des critères d'éligibilité. Hormis Chypre, la région de Prague, en République tchèque, et celle de Bratislava, en Slovaquie, les NEM sont totalement éligibles à l'objectif 1, car toutes leurs régions avaient, au moment des négociations d'adhésion, un PIB par habitant inférieur à 75 % de la moyenne communautaire.

Le Conseil européen de Copenhague, en décembre 2002, a fixé l'enveloppe totale des dépenses en faveur des NEM pour la période 2004-2006 à 40,8 milliards d'euros. Cette enveloppe est déclinée en cinq rubriques : agriculture, actions structurelles, politiques internes, administration et compensation budgétaire temporaire. Les dépenses au titre des actions structurelles (fonds structurels et Fonds de Cohésion) s'élèvent à 22,8 milliards d'euros, la Pologne bénéficiant de plus de 50 % des fonds alloués. Ces 22,8 milliards sont consacrés, en priorité, aux infrastructures de base (19,4 %), aux ressources humaines (20,7 %), à la compétitivité des industries (18,7 %) et au développement régional (24,5 %).

Graphique 2
Aides structurelles en faveur des NEM
Période 2004-2006

(en milliards d'euros ; base = prix 2004)



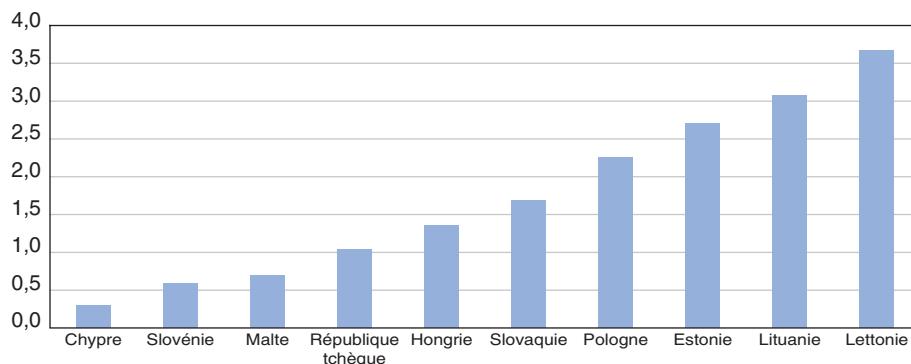
Source : Commission européenne

Sur la base des estimations de la Commission européenne déjà mentionnées, on peut noter que, sur la période 2004-2006, les seuls besoins en matière d'infrastructures et d'environnement (36 milliards d'euros) seraient supérieurs aux fonds structurels versés (22,8 milliards)². En pourcentage du PIB, les fonds que reçoivent les NEM sont inférieurs à ceux qu'avaient reçus les anciens « pays de la cohésion » (Espagne, Portugal, Grèce, Irlande) : 1,6 % du PIB pour les dix NEM sur la période 2004-2006, contre 2 % du PIB pour les anciens pays de la cohésion pour la période 1994-1999 (3,3 % pour le Portugal, 3 % pour la Grèce, 1,9 % pour l'Irlande, 1,5 % pour l'Espagne).

Or, le niveau de PIB par habitant relatif des dix NEM lors de leur adhésion à l'UE (50 % de la moyenne de l'UE-15, en parité de pouvoir d'achat) est plus faible que le niveau moyen des quatre anciens « pays de la cohésion » sur la période 1994-1999 (autour de 70 %). À niveau de PIB par habitant équivalent, l'effort financier serait plus important (de 40 %).

Graphique 3
Fonds structurels 2004-2006 (y compris Fonds de cohésion)
Période 2004 - 2006

(en % du PIB)



Source : Eurostat, BERD, Commission européenne ; calculs Banque de France

1.1.3. ... mais aussi des capacités d'absorption limitées

Pour juger du niveau des fonds alloués, il convient cependant de tenir compte des capacités d'absorption des pays bénéficiaires, car l'expérience montre que ceux-ci n'utilisent effectivement qu'une partie des fonds mis à leur disposition, en raison des difficultés de mise en œuvre d'un nombre suffisant de projets. À cet égard, les fonds structurels versés à un pays sont plafonnés à 4 % de son PIB, afin d'éviter, notamment, les effets de saturation, les études montrant également que, au-delà de ce seuil, des réflexes d'assistanat apparaissent qui peuvent être néfastes à la croissance de long terme.

² Il convient de noter que les NEM ont bénéficié de financements communautaires avant même leur adhésion (cf. 1.1.3.).

Or, à l'aune des expériences passées, les capacités d'absorption des dix NEM apparaissent très limitées. Les taux d'absorption des fonds de pré-adhésion (Phare, Ispa et Sapard)³, utilisables jusqu'en 2006, en donnent une indication. De 1990 à 2000, les fonds versés dans le cadre du programme Phare ont atteint en moyenne 0,8 milliard d'euros par an, soit 0,3 % du PIB des bénéficiaires. Depuis 2000, les montants versés dans le cadre des trois programmes se sont élevés à 3 milliards d'euros par an environ, soit 0,6 % du PIB. Ces montants n'incluent pas les prêts accordés par la Banque européenne d'investissement (BEI)⁴.

En ce qui concerne les taux d'absorption des fonds du programme Phare, sur la période 1990-2002, le rapport entre les crédits de paiements et les crédits d'engagements varie entre 50 et 70 %. Pour les fonds Ispa, le rapport varie, sur la période 2000-2002 et, selon les pays, de 10 % (Lettonie et Slovaquie) à 19 % (Slovénie), alors que les montants en jeu sont près de six fois moins importants que ceux des fonds structurels versés à partir de l'adhésion. La faible utilisation des fonds Ispa est, pour partie, liée à un emploi proportionnellement moins important en début de période de programmation et pourrait, par la suite, enregistrer une montée en puissance progressive. Mais, à titre de comparaison, les taux d'absorption des fonds structurels pour les anciens pays de la cohésion, sur la période 1993-1999, apparaissent nettement supérieurs, puisque le taux d'absorption moyen sur cette période est de 55 %. En l'état actuel des capacités administratives, la Commission européenne (3^e rapport sur la cohésion, 2004) a estimé que les NEM auraient des difficultés à dépenser plus de 30 % des montants alloués sur la période 2004-2006 et de ceux envisagés au-delà.

Un premier facteur de la faible capacité d'absorption de ces économies tient à l'insuffisance de leurs capacités administratives, notamment de leurs structures de gestion et de contrôle des projets ou des procédures, par exemple dans la passation des marchés publics en Pologne (Commission européenne, 3^e rapport sur la cohésion, 2004). Ces insuffisances sont liées, en partie, au degré élevé de centralisation administrative. Or, la mise en œuvre de la politique structurelle européenne revient aux collectivités régionales et locales, qui sont chargées d'élaborer des projets concrets.

Ainsi, la part des dépenses des collectivités locales dans les dépenses publiques totales et dans le PIB des NEM est inférieure à celle de l'UE-15 : en 2002, elle représente 21 % des dépenses publiques et 9 % du PIB dans les NEM, contre, respectivement, 24 % et 11 % dans l'UE-15. De façon plus significative pour le rattrapage, la part des investissements des collectivités locales dans les investissements publics des NEM est nettement inférieure à celle de l'UE-15 (43 % en moyenne, contre 66 % pour l'UE-15). Ceci explique que, pour l'instant, les grands projets d'infrastructures sont plus facilement financés que les projets locaux.

³ Le programme Phare (aide à la Pologne et à la Hongrie pour la reconstruction de leur économie), créé en 1989 pour assister la Pologne et la Hongrie dans leur transition vers l'économie de marché et le renforcement de la démocratie, étendu par la suite aux autres pays d'Europe centrale et orientale en transition, a été réorienté en 2000 pour aider les futurs États membres à se préparer à l'adhésion. Dans cette perspective, il sert à financer le renforcement de la capacité administrative et institutionnelle de ces pays. Les programmes Ispa (Instrument structurel de pré-adhésion) et Sapard (Programme spécial d'adhésion pour l'agriculture et le développement rural) ont été institués en 2000 ; le premier est destiné à financer des projets dans les domaines de l'environnement et des transports, le second dans le domaine du développement rural et de l'agriculture.

⁴ Cf. section 2.1.

Tableau 1
Poids des budgets locaux dans les dépenses publiques, les investissements publics et le PIB des NEM en 2002

	(en %)			
	Part des dépenses des collectivités locales		Parts des investissements des collectivités locales	
	dans les dépenses publiques totales	dans le PIB	dans les investissements publics	dans le PIB
Chypre	4,1	1,9	14,0	0,7
Estonie	27,0	10,4	55,0	2,1
Hongrie	24,0	12,8	33,0	2,3
Lettonie	27,0	10,6	53,0	1,3
Lituanie	22,0	7,1	10,0	0,3
Malte	1,7	0,8	2,0	0,2
Pologne	22,0	11,5	54,0	1,9
République tchèque	25,0	10,7	47,0	3,1
Slovaquie	14,6	5,9	15,0	1,7
Slovénie	12,2	5,2	43,0	2,0
Moyenne NEM	21,0	9,0	43,0	2,1
UE-15	24,0	11,0	66,0	1,5

Sources : Dexia, FMI, ministères des Finances, Missions économiques

Cependant, le mouvement de décentralisation, amorcé au début de la transition et freiné au milieu des années quatre-vingt-dix, a repris à la fin de la décennie 1990, dans la perspective de l'adhésion à l'UE et dans un but d'aménagement du territoire. La plupart des NEM ont décidé de créer un, voire deux échelons supplémentaires (régions et/ou départements). La Slovénie envisage la création de deux ou trois régions. La Hongrie envisage de régionaliser la gestion des programmes relatifs aux fonds européens, avec la mise en place de nouvelles régions plus autonomes. La part des investissements locaux dans les investissements publics est donc appelée à croître avec la mise en œuvre de la politique régionale européenne. Mais les effets de ces réformes seront lents à se concrétiser.

Un second facteur de la faible capacité d'absorption des économies des NEM est lié à leur situation budgétaire. En effet, le versement des fonds structurels européens est régi par deux principes : le principe d'additionalité et le principe de cofinancement. En vertu du premier, qui ne s'applique cependant pas au Fonds de cohésion, les transferts communautaires ne doivent pas entraîner une diminution des dépenses structurelles financées par les États membres eux-mêmes. En d'autres termes, l'aide structurelle de l'UE ne doit pas se substituer à l'investissement public national, mais s'y ajouter et le compléter. Cela implique que, à la fin de la période de programmation, le montant d'investissement effectivement réalisé doit être au moins égal à la somme du montant d'investissement national atteint en début de programmation et des fonds communautaires.

En vertu du second principe, les programmes financés par les fonds structurels doivent être cofinancés, pour partie, par les budgets nationaux. Selon la Commission européenne, le cofinancement national représente globalement 25 % du coût total des investissements (15 % pour le Fonds de cohésion, 25 % pour les fonds structurels et 35 % pour le reliquat de fonds de pré-adhésion). Sous l'hypothèse d'un taux d'absorption des fonds structurels de 30 %, le montant de cofinancement nécessaire s'élèverait alors à 1,71 milliard d'euros pour les dix NEM sur la période 2004-2006, soit 0,1 % de leur PIB par an environ, mais pourrait augmenter après 2006. Le cofinancement étant pris en compte dans le

calcul du montant d'investissement effectivement réalisé *ex post*, les dépenses liées au cofinancement peuvent provenir d'un redéploiement budgétaire, à partir de lignes qui étaient déjà destinées à des actions structurelles, tout en respectant le principe d'additionnalité. Dans ce cas, elles ne constituent donc pas une charge supplémentaire pour le budget des NEM. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si de nouvelles dépenses doivent être consacrées au cofinancement des programmes européens, le mécanisme accroîtra les tensions budgétaires de ces pays.

S'agissant uniquement du Fonds de cohésion, le versement de l'aide financière est également conditionné au respect par les États bénéficiaires du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). En effet, si une procédure pour déficit excessif est ouverte à l'encontre d'un État bénéficiaire et que celui-ci ne prend pas les mesures correctrices nécessaires, le Conseil peut suspendre tout ou partie du versement de l'aide du Fonds. L'absence d'automaticité vise à tenir compte du fait que nombre de pays bénéficiaires du Fonds sont entrés dans l'UE en situation de déficit excessif sans que cela implique la conduite par ces pays de politiques économiques inappropriées. Cependant, la suspension prévue n'a pas été mise en œuvre pour la Grèce, bien qu'il apparaisse, à la suite de la révision par Eurostat en septembre-novembre 2004, que ce pays se trouve en situation de déficit excessif depuis le lancement de l'UEM. La suspension n'a pas non plus été appliquée à la Hongrie, alors que celle-ci se trouve en situation de déficit excessif depuis son adhésion et que le Conseil a décidé, le 18 janvier 2005, qu'elle n'avait pas mené d'action suivie d'effets en réponse à sa recommandation de juillet 2005.

Par ailleurs, la réforme du PSC, entérinée par le Conseil européen des 22-23 mars 2005, introduit une flexibilité supplémentaire dans l'interprétation des règles et pourrait donc entraîner un traitement spécial des investissements publics. En effet, ceux-ci sont inclus dans la liste de tous les autres facteurs pertinents, que la Commission devra prendre en compte lors du déclenchement d'une procédure pour déficit excessif.

1.2. Enseignements des expériences européennes passées : l'importance du ciblage des choix d'investissement public et de la nécessité d'une stratégie de développement

Un bilan des effets des fonds structurels peut être tiré de l'expérience des quatre anciens pays de la cohésion (Bradley et Untiedt, 2001). L'Espagne et le Portugal ont connu une accélération du rattrapage à la suite de leur adhésion en 1986, puisque leurs niveaux de PIB par habitant, en standards de pouvoir d'achat (SPA) par rapport à la moyenne de l'UE-15, ont crû respectivement de 16 points et de 20 points depuis 1986. L'Irlande connaît une accélération de sa convergence réelle à partir de la fin des années quatre-vingt : son niveau de PIB par habitant, en SPA par rapport à la moyenne de l'UE-15, a augmenté de 42 points depuis le début des années quatre-vingt-dix, alors qu'il n'avait crû que de 5 points entre 1972 et 1987. Enfin, la progression est beaucoup plus modeste pour la Grèce dont le PIB par habitant relatif ne s'est accru que de 3 points depuis 1980.

Pour la Commission européenne, les fonds versés dans le cadre de la politique de cohésion sont un instrument essentiel pour accroître la compétitivité globale des régions bénéficiaires, et donc leur potentiel de croissance, car ces fonds non seulement permettent de financer des investissements dans les infrastructures et le capital humain, essentiels à la convergence réelle, mais ont également un impact indirect, *via* l'introduction de nouvelles méthodes d'organisation et de rationalisation et des transferts de technologie. Sur la période 1993-1999, la Commission estime la contribution des fonds structurels à la croissance des pays bénéficiaires à 3,4 points de PIB au Portugal, en moyenne et par an, à 2,3 points en Irlande, à 2 points en Grèce et à 1,3 point en Espagne. Un point de PIB de transferts générerait en moyenne entre 0,5 et 1,5 point de croissance supplémentaire. Sur la base de ces calculs, avec des transferts atteignant en moyenne 1,6 % du PIB des NEM sur la période 2004-2006, l'impact sur la croissance serait compris entre 0,8 point et 2,4 points par an.

D'autres sources sont cependant plus nuancées sur l'impact des fonds structurels. Ainsi, la contribution britannique à la réforme de la politique de la cohésion, le rapport Sapir et le rapport Tarschys, tous trois datés de 2003, mettent en évidence des éléments nationaux comme facteurs déterminants des trajectoires de croissance : politiques économiques, flexibilité du marché du travail, promotion de la recherche, développement des technologies de l'information, objectifs qui ne sont pas prioritaires dans la politique de cohésion. Dans le cas de l'Irlande, à partir de 1990, ce sont l'accroissement du taux d'activité (lié en partie à la transition démographique, c'est-à-dire à la combinaison d'une baisse de la natalité et de la mortalité, associée à l'arrivée sur le marché du travail de nombreuses jeunes classes d'âges), l'assainissement de la politique budgétaire (passage d'un déficit de 8 % du PIB en 1987 à 3 % en 1990, puis à un excédent), une politique industrielle favorisant explicitement les IDE, les dépenses en faveur de l'éducation et une progression des salaires plus lente que les gains de productivité qui seraient les causes essentielles du « miracle » irlandais. Ces sources soulignent la difficulté de mesurer ce qu'auraient été les performances relatives des régions en retard de développement, en l'absence des fonds structurels.

Enfin, ces analyses montrent les effets secondaires négatifs de ces fonds : s'ils permettent une convergence et une diminution des écarts de développement entre pays, ils entraînent un accroissement des dispersions des niveaux de PIB par habitant entre régions d'un même pays, en raison d'effets d'agglomération. Ainsi, le rapport entre le niveau de PIB par habitant en SPA des 10 % des régions de l'UE-15 les plus riches et celui des 10 % des régions les plus pauvres s'est effectivement réduit entre 1990 et 2000, passant de 2,8 à 2,6 (Commission européenne, 2001). Mais, dans le même temps, les disparités de PIB par habitant en SPA selon les régions au sein de l'UE-15, après avoir diminué entre 1991 et 1994 (écart-type passé de 29,4 à 27,5), ont augmenté entre 1994 et 2000 (écart-type de 28,9 en 2000). Cet accroissement de la dispersion des niveaux de revenus par habitant entre régions d'un même pays peut poser des problèmes de cohésion au niveau national et déclencher des réponses individuelles de la part des États. Celles-ci constituent une charge potentielle pour les budgets nationaux. Or, la dispersion des PIB régionaux par habitant est déjà nettement plus élevée dans les NEM que dans l'UE-15 : l'écart entre anciens et nouveaux membres est de 75 % environ, si l'on retient le critère écart-type/moyenne.

Le financement de la réunification allemande par l'ancienne RFA montre bien les limites d'une stratégie fondée exclusivement sur des transferts budgétaires, en l'absence de capacités d'absorption suffisantes ou de stratégie bien ciblée. En effet, les nouveaux *Länder* ont cessé depuis 1997 de converger en termes de PIB par habitant vers l'Allemagne de l'Ouest, alors qu'ils reçoivent de celle-ci environ 75 milliards d'euros par an. Ainsi, si leur PIB par habitant est passé de 33 % en 1991 à environ 62 % en 1996 de ceux des anciens *Länder*, il reste à 63 % en 2003. Un des facteurs fréquemment évoqués pour expliquer l'échec du rattrapage des anciennes régions d'Allemagne de l'Est est, notamment, la faible rentabilité des investissements financés par les transferts budgétaires. Ceux-ci ont, en effet, été insuffisamment ciblés et ont conduit à des surcapacités dans certains secteurs, en particulier celui du bâtiment et des travaux publics, ainsi qu'à des effets d'aubaine. L'exemple des anciennes régions de l'Allemagne de l'Est souligne, en creux, l'importance des gains de productivité et de l'accroissement de la compétitivité dans le processus de rattrapage et, par voie de conséquence, des investissements en capital humain et des dépenses de recherche-développement.

Les fonds structurels ne sont donc pas le facteur unique du rattrapage et ne sont pas une condition suffisante pour accélérer la convergence.

1.3. L'évolution future des aides communautaires : redéploiement et plafonnement

Alors que la première enveloppe de fonds structurels applicable au NEM sur la période 2004-2006 se monte à 22,8 milliards d'euros (soit 7,6 milliards par an), les propositions de la Commission pour la période 2007-2013 prévoient un montant de 180 milliards (soit 25,7 milliards par an).

La négociation des perspectives financières 2007-2013 de l'UE était à l'ordre du jour du Conseil européen des 16 et 17 juin 2005, mais un accord entre chefs d'État et de gouvernement n'était pas certain. Les propositions de la Commission sur cette période prévoient une enveloppe de 336 milliards d'euros pour la politique de cohésion (33 % du total des crédits pour engagement⁶). En 2007, première année du nouveau cadre financier, les dépenses de cohésion à destination des NEM devraient représenter deux fois et demie celles de 2006, passant de près de 9 milliards d'euros à 22 milliards, puis elles augmenteraient régulièrement pour atteindre 29 milliards à l'issue du cadre budgétaire, en 2013. Cette évaluation se fonde sur l'hypothèse d'une croissance du budget proposé par la Commission, qui atteindrait 1,14 % du revenu national brut (RNB) communautaire en crédits pour paiement⁷ en 2013, contre 1 % aujourd'hui, et inclut les fonds à destination des deux États devant adhérer en 2007 (Bulgarie et Roumanie). En 2013, les NEM absorberaient 52 % des dépenses de cohésion et plus du quart du budget de l'UE. Le surcroît de fonds versés par le budget communautaire à ces pays, en tenant compte de la contribution de ceux-ci au budget, pourrait être estimé, dans ces conditions, à 31,2 milliards d'euros en 2013.

⁶ Les crédits pour engagements sont des montants autorisés pour des programmes ou des projets qui peuvent être inscrits pour une année donnée. Ils donnent lieu à un engagement de l'UE envers un bénéficiaire.

⁷ Les crédits pour paiements constituent des sommes d'argent effectives, provenant des États membres et pouvant être dépensées pendant une année donnée.

Mais si le budget 2007-2013 est plafonné à son niveau actuel (1 % du RNB), comme le demandent les six contributeurs nets au budget de l'UE (Allemagne, France, Royaume-Uni, Pays-Bas, Suède, Autriche), on peut imaginer que la politique régionale serve de « variable d'ajustement », en vue d'assurer le financement des nouvelles dépenses envisagées par l'UE dans les domaines de la recherche et de l'encouragement de la croissance et de la compétitivité. En effet, la politique régionale et la politique agricole représentent, à elles deux, 80 % du budget de l'UE. Or, l'enveloppe financière pour la Politique agricole commune (PAC) n'offre pas de marge de renégociation, car le Conseil européen de Bruxelles d'octobre 2002 l'a rendue intangible jusqu'en 2013.

En outre, il a décidé d'introduire les aides directes dans le cadre de la PAC, à destination des NEM, de façon progressive, de sorte que ces pays toucheront l'intégralité du niveau d'aide applicable dans l'UE-15 en 2013. Cela vise à éviter un transfert de fonds trop massif en direction des NEM, en raison de leur forte population agricole (surtout en Pologne) et de la faible productivité de leur agriculture. En 2013, les NEM devraient ainsi recevoir 7,3 milliards d'euros au titre de la PAC, soit 17,4 % de son enveloppe totale et 1,1 % du PIB des NEM, sous l'hypothèse d'un taux de croissance annuel, sur la période 2005-2013, égal au taux de croissance annuel moyen atteint sur la période 1995-2003, soit 3,7 %.

Enfin, le redéploiement, en partie automatique, des aides des régions de l'objectif 1 (régions en retard de développement) de l'ancienne UE-15 vers les régions des NEM pourrait être atténué, en réponse aux inquiétudes des États-membres de l'ancienne UE-15. Par un effet d'« éviction statistique », la diminution de 10 % du revenu moyen de l'UE-25 par rapport à l'UE-15 entraîne le passage d'un certain nombre de régions de l'UE-15, auparavant éligibles à l'objectif 1, au-dessus du plafond moyen de 75 % du PIB par habitant de l'UE. Ainsi, alors que quarante-cinq régions de l'UE-15, comptant une population de 68 millions d'habitants, étaient éligibles à l'objectif 1 avant l'élargissement, seulement 30 régions, ayant une population de 47 millions d'habitants, restent éligibles après l'adhésion des dix NEM. Face aux réactions des États-membres de l'ancienne UE-15 et, afin d'éviter une transition trop brutale pour ces régions, les perspectives financières pour une période allant de 2007 à 2013 leur accorderont probablement un traitement spécial, qui pourrait diminuer l'enveloppe disponible pour les régions des NEM. À ce titre, la Commission propose un dispositif temporaire permettant aux régions anciennement éligibles de l'UE-15 de recevoir des aides dégressives jusqu'en 2013.

Il convient de noter que la Commission temporaire du Parlement européen sur les perspectives financières a proposé, le 11 mai dernier, un plafonnement du budget européen à 1,07 % du RNB communautaire, niveau intermédiaire entre la proposition de la Commission européenne et la position des six contributeurs nets. Le rapport prône, en particulier, des économies dans les dépenses agricoles et administratives et une augmentation du budget pour la recherche, la justice, la sécurité et la politique étrangère. Cependant, la décision finale revient aux États membres, qui doivent se prononcer à l'unanimité.

2. Le développement nécessaire de sources de financement complémentaires aux aides communautaires

Les besoins de financement non couverts par les fonds structurels européens et les cofinancements nationaux, pour les seuls investissements dans les infrastructures et l'environnement, et sous les hypothèses d'un taux d'absorption de 30 % et d'un taux de cofinancement de 25 %, représentent annuellement 1,8 % du PIB des NEM, sur la période 2004-2006. Il faut considérer que les aides communautaires sont plafonnées, en raison de l'absence d'accord politique sur leur augmentation, et que leur efficacité est limitée par la faiblesse des capacités d'absorption des NEM. Dans ces conditions, des sources de financement complémentaires ou alternatives efficaces, notamment privées, doivent être considérées.

2.1. De nouvelles sources de financement des grands programmes d'investissement

Parmi les sources de financement publiques, la BEI, l'institution de financement à long terme de l'UE, reste un contributeur important. Ses financements complètent les interventions émanant du budget communautaire et les priorités de sa politique de prêts sont convenues entre l'UE et les pays bénéficiaires. Dans les années récentes, un des principaux objectifs de la BEI en dehors de l'UE a été la préparation de l'élargissement. Depuis 1999, elle a ainsi prêté 13,5 milliards d'euros dans les pays de la zone d'élargissement (NEM et actuels pays candidats), notamment 4,59 milliards en 2003, dont une part importante a concerné la modernisation des infrastructures de transport. Ses prêts dans les pays candidats sont encadrés par des mandats de l'UE, qui s'accompagnent d'un mécanisme de garantie, ainsi que, depuis janvier 1998, par un mécanisme de pré-adhésion (sans garantie). Ses prêts sont liés à des projets spécifiques mis en œuvre par les secteurs public et privé. En règle générale, la BEI cofinance jusqu'à 50 % du coût de chaque projet, avec d'autres banques ou en relation avec les programmes communautaires de pré-adhésion (Phare, Ispa et Sapard).

Les priorités actuelles de la BEI répondent précisément aux besoins des NEM, puisqu'elles concernent le développement régional, l'amélioration des transports et des télécommunications (réseaux locaux, nationaux et transeuropéens), les approvisionnements énergétiques, le soutien de la compétitivité et l'intégration de l'industrie, l'aide aux PME/PMI, la protection de l'environnement et l'amélioration des infrastructures de santé et d'éducation.

La BEI voit également son rôle s'accroître dans le cadre de l'« Initiative européenne pour la croissance », lancée par le Conseil européen en décembre 2003. Ce programme, impulsé par la Commission européenne en coopération avec la BEI, vise à améliorer la compétitivité et l'emploi, ainsi que le potentiel de croissance de l'Europe élargie, en mobilisant des financements pour des investissements en capital physique et humain, particulièrement dans le secteur privé, dans deux domaines principaux : les réseaux, notamment de transports, de télécommunications et d'énergie, et la connaissance, incluant l'innovation, la recherche et le développement. Cette initiative supporte une partie du financement

des projets, avec des contributions de l'UE et de la BEI, et renforce la coordination des ressources publiques, l'autre partie étant financée par les budgets nationaux.

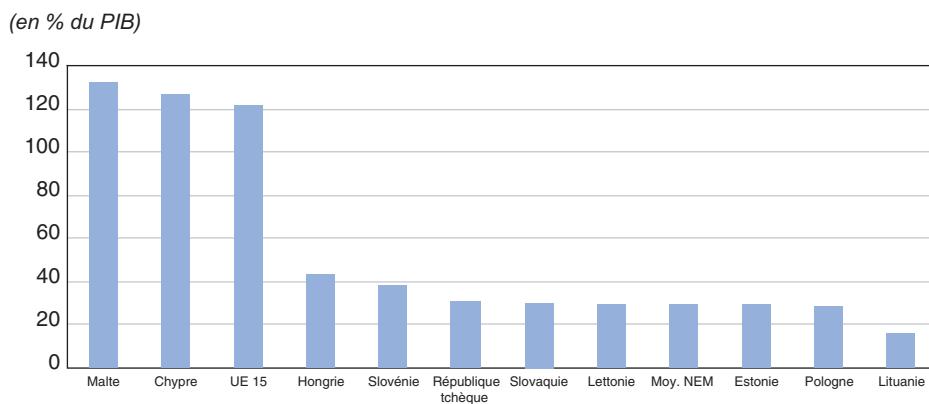
La BEI apparaît donc comme le « bras armé » des politiques de cohésion, d'emploi et de compétitivité, avec des interventions venant en complément des aides du budget communautaire. Elle joue également le rôle de fédérateur des contributions financières. L'accroissement de son rôle permettra de compenser en partie le moindre engagement de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), qui renforce ses projets dans les pays les plus pauvres du Caucase et d'Asie, moins avancés dans leur transition : les NEM ont ainsi représenté 23 % des investissements totaux décidés par la BERD en 2004 (pour un montant de 960 millions d'euros, après 1,17 milliard en 2003), contre 47 % pour les pays les moins avancés du Caucase et d'Asie et 30 % pour la Russie.

2.2. L'encouragement du développement du secteur privé

Une autre source de financement du rattrapage consiste à encourager l'initiative privée. Si elle ne relève pas directement des finances publiques, elle peut être favorisée par certaines décisions relatives à l'environnement économique et administratif des entreprises, dont les effets doivent être évalués attentivement.

Concernant l'aide aux PME, la Commission européenne a lancé en janvier 2005 un programme de 36 millions d'euros pour soutenir le financement bancaire des PME dans les NEM. Le programme prévoit l'octroi aux PME de lignes de crédit et de garanties à travers un réseau d'institutions financières internationales, au sein duquel la BEI occupe une place essentielle, à côté de la BERD et du Fonds européen d'investissement. Il apparaît particulièrement important au regard du faible niveau du crédit bancaire dans les NEM (28,9 % du PIB en moyenne, contre 121 % dans l'UE-15, en 2003), malgré la progression rapide et récente du crédit bancaire aux particuliers, notamment dans certains pays (86 % en 2003 en Lettonie, 61 % en Hongrie, contre 5,8 % dans l'UE-15) et, dans une moindre mesure, du crédit aux entreprises. Ce développement rapide du crédit exige d'ailleurs un renforcement des capacités de supervision bancaire de ces pays, en raison du niveau élevé du taux des créances douteuses (10,7 % en moyenne en 2003, contre 3,1 % dans l'UE-15).

Graphique 4
Crédits au secteur privé en 2003



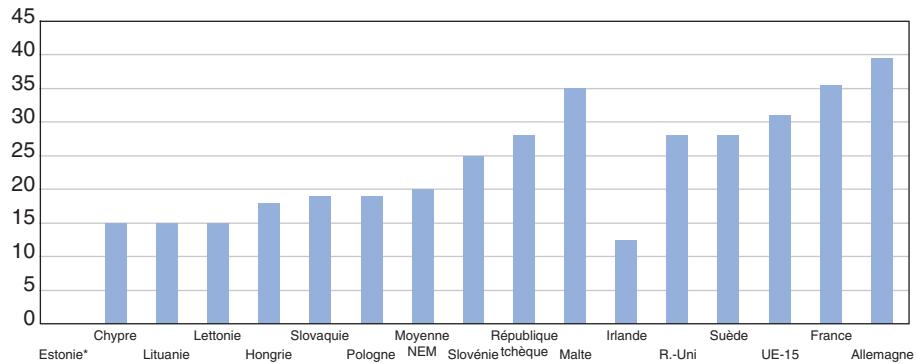
Sources : Banques centrales nationales, BCE

La définition d'une politique fiscale attrayante constitue une autre option à disposition des autorités publiques pour attirer des fonds étrangers privés. Ainsi, la plupart des NEM tentent d'imiter le modèle de développement irlandais, fondé sur une baisse très importante du taux d'imposition des sociétés. À la veille de l'adhésion, celui-ci a été abaissé de 2 points en Hongrie, de 3 points en République tchèque, de 6 points en Slovaquie, de 7 points en Lettonie et de 8 points en Pologne. En Slovaquie, l'ensemble des taux (IS, TVA et IR) a été harmonisé à 19 %. En conséquence, le taux moyen d'imposition des sociétés dans les NEM est beaucoup plus faible que dans l'UE-15 : 20 % contre 31 %. Cette baisse des taux est en partie une réponse à la suppression progressive des avantages fiscaux liés aux zones franches et aux zones économiques spéciales, à l'expiration des périodes transitoires négociées avec la Commission.

Cependant, la poursuite de cette stratégie de concurrence fiscale présente ses limites. Tout d'abord, l'exemple de l'Irlande n'est pas entièrement reproductible, car son succès en termes d'attraction des IDE tient pour beaucoup à des facteurs spécifiques, tels que les liens, notamment linguistiques, avec les États-Unis, sa position géographique, la qualification de sa main-d'œuvre, la qualité de son organisation administrative et de ses infrastructures. Par ailleurs, cette stratégie a pour effet de réduire potentiellement les recettes budgétaires de ces pays (à moins d'entraîner ultérieurement une augmentation de l'assiette fiscale), alors que leur situation initiale leur laisse peu de marges de manœuvre. Enfin, elle provoque des protestations de la part des anciens États-membres, notamment des accusations de dumping fiscal. Ainsi, les ministres des Finances français et allemand ont conjointement demandé la création de bases communes d'imposition des entreprises au niveau de l'UE et, si possible, la définition de taux minima.

Graphique 5
Taux d'imposition des sociétés dans l'UE-15 et dans les NEM
au 1^{er} mai 2004

(en %)

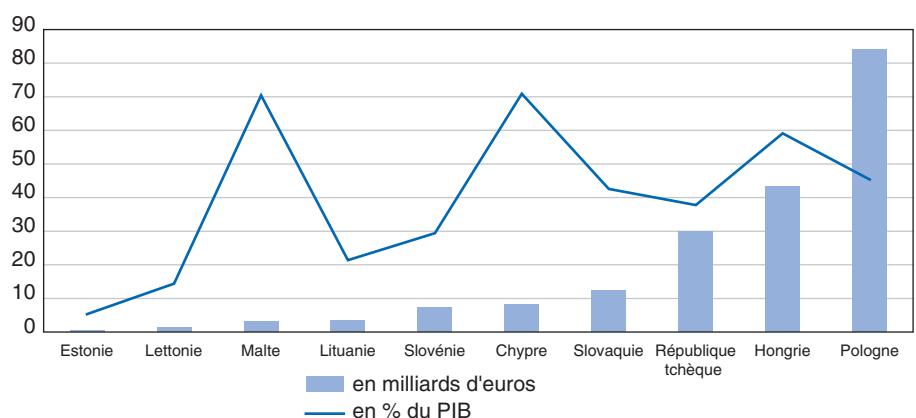


* 0 % sur les bénéfices réinvestis – 26 % sur les bénéfices distribués

Source : Eurostat

Par ailleurs, il semble souhaitable que les NEM privilégient l'investissement des capitaux étrangers dans le secteur privé, et qu'ils cherchent à éviter d'éventuels effets d'éviction sur le marché financier, qui pourraient être provoqués par l'accroissement de la dette publique, au détriment des entreprises du secteur privé. Les titres de dette publique apparaissent particulièrement attrayants dans certains pays, disposant d'un marché et d'instruments à long terme. Les investisseurs sont notamment attirés par les rendements plus élevés des titres dans les NEM, par rapport aux pays de l'UE-15. L'entrée d'investissements de portefeuille s'accompagne, cependant, d'un risque d'appréciation excessive des monnaies des NEM, pesant sur leur compétitivité, et de retournements brutaux.

Graphique 6
Dette publique des NEM en 2003



Source : Eurostat

2.3. Les partenariats public-privé, une source de financement intéressante, mais dont le développement doit être surveillé

Les partenariats public-privé (PPP) sont une forme de financement de projets d'utilité publique, tirée de l'expérience du Royaume-Uni et associant des entreprises privées et des acteurs publics. L'intérêt principal de ces programmes réside dans leur efficience microéconomique, car ils s'accompagnent d'effets de levier financiers, de prix de revient de services plus faibles et d'externalités positives en termes de formation et de transfert de savoir-faire aux administrations. Le principe des PPP est que la principale source de financement ne doit pas être l'endettement public, mais d'autres sources, telles que des obligations privées. Les PPP correspondent à des contrats de long terme, ayant le plus souvent pour objet la construction et l'exploitation d'infrastructures, telles que les routes, ponts et aéroports.

Face à la complexité des projets finançables par de tels programmes, un renforcement des capacités administratives des NEM est impératif, car la mise en œuvre des contrats de PPP peut se heurter à certains problèmes structurels, tels que la faible capacité d'absorption du secteur public. Les fonds mobilisables en l'état actuel des capacités administratives apparaissent donc limités au regard des besoins réels de ces pays. La mise en œuvre des PPP entraîne également certains risques, notamment un détournement des objectifs affichés, en vue d'échapper aux contraintes du Pacte de stabilité et de croissance, ou le risque de délocalisations vers des pays extérieurs à l'UE. En outre, l'impact budgétaire des projets de PPP fait l'objet d'incertitudes, car il peut différer d'un contrat à l'autre, selon que les risques du projet reposent sur l'opérateur ou sur l'État.

Néanmoins, les contrats de PPP pourraient juridiquement être associés à des fonds communautaires. Pour le financement de projets incluant des fonds communautaires et une participation du secteur privé, la BEI et la BERD apparaissent comme des partenaires privilégiés. Les PPP n'occupent encore qu'une part limitée dans le total des engagements de la BEI, puisqu'ils atteignent 16 milliards d'euros cumulés depuis 1998, alors que le total des prêts signés par la BEI dans l'UE-25 depuis cette date atteint 140 milliards. Cette part est en augmentation constante.

La mise en œuvre des PPP nécessite l'adoption d'un cadre réglementaire spécifique, qui existe déjà dans les États baltes. Des textes relatifs aux PPP sont en préparation, voire en cours d'adoption, en Pologne, en République tchèque et en Hongrie.

Face à des besoins très élevés de financement liés au processus de rattrapage, les NEM ne pourront s'appuyer intégralement sur des financements communautaires, inférieurs en proportion du PIB à ceux reçus par les anciens pays de la cohésion. Étant donné des niveaux initiaux de PIB par habitant sensiblement inférieurs, l'effort de rattrapage de ces pays s'étalera, en outre, probablement sur une période de temps plus longue.

Or, les NEM sont confrontés à certaines contraintes : le caractère pour le moment limité de leurs capacités administratives, qui limite fortement leur capacité d'absorption des aides communautaires et la situation déjà dégradée de leurs finances publiques. Pour ces raisons, les NEM doivent trouver des sources de financement alternatives aux ressources budgétaires traditionnelles, reposant, notamment, sur l'encouragement de l'initiative privée.

Le ciblage des programmes d'investissement apparaît en tout état de cause essentiel, afin de maximiser le rendement des financements communautaires, dans le cadre d'une politique d'infrastructures et de développement pour les vingt prochaines années. A cet égard, s'il n'existe pas de modèle unique de processus de rattrapage, compte tenu des situations spécifiques de chaque NEM, les dépenses d'éducation et de recherche-développement, la réduction des rigidités du marché du travail, l'évolution de la productivité et des politiques économiques orientées vers la stabilité sont des facteurs très importants du développement.

Le maintien de la soutenabilité des finances publiques est une condition indispensable du succès du processus de rattrapage. Il doit aussi contribuer à une participation sans turbulence dans le nouveau mécanisme de change européen (MCE 2), qui est une des conditions pour l'adoption à terme de l'euro.

Bibliographie

Aininger (K.) (2003) : « Catching-up in Europe: the experience of Portugal, Spain and Greece in the nineties », Working paper n° 212, Institut autrichien pour la recherche économique (WIFO), décembre

Antczak (M.), Dabrowski (M.) et Gorzelak (M.) (2004) : « Fiscal challenges facing the new member States », Center for Social and Economic Research, octobre

Backé (P.) (2002) : « Fiscal effects of EU membership for Central European and Baltic EU accession countries », *Focus on Transition* 2/2002, Banque nationale d'Autriche

Bradley (J.) et Untiedt (G.) (2001) : Rapport d'évaluation pour la Commission de l'impact des fonds structurels sur les pays dont les régions ont bénéficié de l'objectif 1 (1993-1999)

Commission européenne (2001) : 2^e rapport sur la cohésion économique et sociale, janvier

Commission européenne (2003) : Rapport sur les Finances publiques en UEM en 2003, juin

Commission européenne (2004) : 3^e rapport sur la cohésion économique et sociale, février

BERD (2004) : *Transition report*

Groupe Van Miert (2003) : Rapport sur les réseaux de transport transeuropéens, juin

Ernst & Young (2003) : Baromètre sur l'attractivité des sites de production

Eurostat : Annuaire 2004

Fitz Gerald (J.) (2004) : « Lessons from 20 years of cohesion », The Economic and Social Research Institute, avril

Hallet (M.) (2004) : « Fiscal effects of accession in the new Member States », *European Economy* n° 203, Commission européenne, mai

Jarocinski (M.) (2003) : « Nominal and real convergence in Spain, Portugal and Greece during their accession to the EMU », Center for Social and Economic Research, novembre

Jouen (M.) (2004) : « Les financements communautaires dans les nouveaux États membres », *Notes Bleues de Bercy*, n° 279, octobre

Kopits (G.) et Székely (I.P.) (2002) : « Fiscal policy challenges of EU accession for the Baltics and Central Europe », novembre

Lallement (R.) (2004) : « L'économie est-allemande : transition inachevée et réorientation de la politique économique », *Note du CERFA*, n° 17, novembre

Landesmann (M.) et Richter (S.) (2003) : « Consequences of EU accession : economic effects on CEECs », *Research report* n° 299, Institut de Vienne pour les Études économiques internationales (WIIW), août

Laski (K.) et Römisch (R.) (2003) : « From accession to cohesion : Ireland, Greece, Portugal and Spain and lessons for the next accession », *Research report* n° 298, Institut de Vienne pour les Études économiques internationales (WIIW), juillet

Lepape (Y.) et Lantéri (M.) (2004) : ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, *Revue Élargissement*, n° 67, 21 juin

CEPII (2004), *Lettre du CEPII*, n° 232, mars

Sapir (A.) *et alii* (2003) : « Un programme pour une Europe en croissance : rendre le système économique européen performant », Commission européenne, juillet

Tarschys (M.) (2003) : « Réinventer la cohésion : l'avenir de la politique structurelle de la cohésion », Institut suédois pour les Études de politique européenne, *Rapport*, n° 17, septembre

Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004

La production de crédits nouveaux à l'habitat a atteint un nouveau sommet en 2004, à 113 milliards d'euros¹.

L'activité a continué à croître, en dépit des craintes que n'a pas manqué de susciter, ces dernières années, le renchérissement continu des biens immobiliers. Cette évolution a été, en grande partie, la conséquence du niveau particulièrement attractif des taux d'intérêt appliqués aux prêts immobiliers, qui a permis de compenser une partie de la hausse des prix.

Les évolutions de la structure de la production observées en 2003 se sont poursuivies. Les prêts du secteur concurrentiel dominant maintenant très largement le marché aux dépens des autres catégories de prêts (réglementés et aidés). Les prix élevés des logements anciens ont conduit à un nouveau tassement des transactions dans ce segment et le logement neuf est apparu comme la composante la plus dynamique de l'activité.

Bruno RIZZARDO

Direction de la Conjoncture

Service d'Études des secteurs de l'industrie et de l'agriculture

¹ La centralisation « crédits nouveaux à l'habitat » – CNH – est le produit d'une interrogation trimestrielle des établissements de crédit. Elle recense les crédits nouveaux à l'habitat non aidés (prêts du secteur concurrentiel, prêts conventionnés et prêts d'épargne logement) pour le montant total du prêt accordé dès le premier versement, quel que soit le montant de ce décaissement. Elle diffère par le champ couvert et le type d'opération appréhendé des statistiques de crédits nouveaux à l'habitat recensées dans le cadre des statistiques monétaires (*statinfo*).

1. La production de crédits nouveaux à l'habitat a atteint un pic historique

Crédits mis en force consentis aux ménages

	(données brutes exprimées en millions d'euros)				
	2000	2001	2002	2003	2004
Prêts non aidés	61 970	64 573	76 863	94 306	111 981
<i>dont : Prêts conventionnés</i>	6 315	6 042	8 430	8 921	9 358
<i>Prêts d'épargne logement</i>	4 157	5 095	4 285	3 204	2 482
<i>Prêts libres</i>	51 498	53 436	64 149	82 181	100 141
Prêts aidés : prêts à taux zéro	1 762	1 609	1 611	1 512	1 345
Total	63 732	66 182	78 474	95 818	113 326

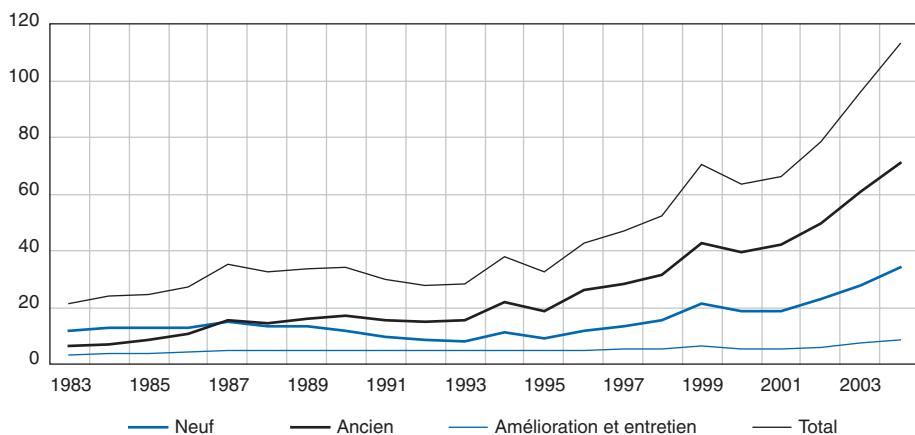
Sources : Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale (SGFGAS), Banque de France

Les mises en force de crédits nouveaux à l'habitat ont continué d'augmenter en 2004, atteignant un nouveau record avec une production de 113 milliards d'euros (+ 18 % après + 22 % en 2003). La tendance reste haussière depuis 1996 (250 % par rapport à la production observée lors du dernier point bas, en 1995).

Si les motifs d'inquiétude n'ont pas disparu (hausse des prix, absence de stock dans le neuf, rareté des terrains disponibles), l'achat d'un bien immobilier est, dans un contexte de niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, encore apparu opportun aux ménages. La cherté des loyers, le souhait de limiter les charges pour la retraite et la fiscalité attrayante pour les investisseurs (amortissement de Robien) ont, notamment, soutenu la demande. Les établissements de crédit ont répondu au renchérissement des biens par un allongement de la durée des prêts consentis (plus de 16 ans en moyenne en 2004, contre 13,5 ans en 1997 selon l'Observatoire de la production de crédits immobiliers).

Évolution de la production de crédits nouveaux à l'habitat

(en milliards d'euros)



Sources : SGFGAS, Banque de France

1.1. La hausse des prix est accompagnée par l'augmentation de la production de crédit

L'augmentation rapide du volume de la production est directement liée à la poursuite du renchérissement de la valeur des biens qui ne rencontre ainsi pas l'obstacle que pourrait constituer un crédit plus cher. Ce phénomène a pris, en 2003 et en 2004, une ampleur particulière puisqu'il a abouti, dans l'ancien, à une hausse de la distribution des crédits, en dépit d'une baisse du nombre de transactions (selon la FNAIM, l'augmentation des prix « France entière » a atteint 14,3 % en 2003 et 15,5 % en 2004 alors que le nombre de transactions diminuait de, respectivement, 1,3 % et 2,1 %, conduisant à une progression de la production de crédit de près de 23 % en 2003 et de près de 17 % en 2004).

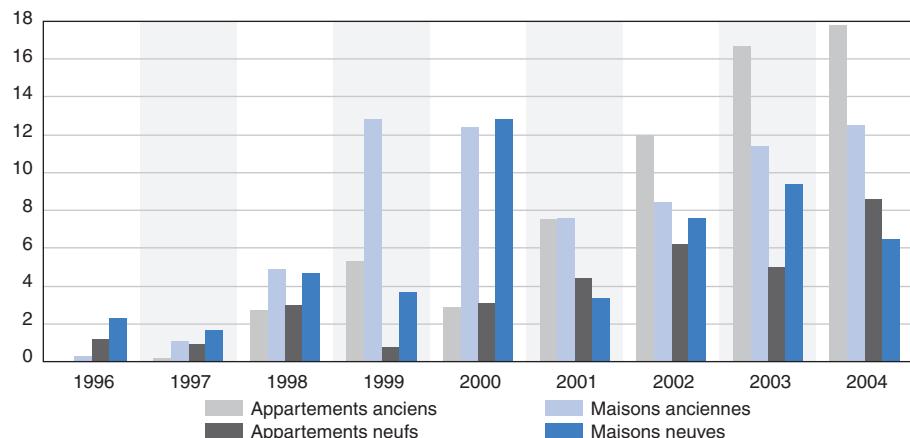
Dans le neuf, alors que, selon les statistiques du ministère de l'Équipement, la hausse des prix des appartements (85 % du marché environ) a été de 8,6 % et celle des maisons individuelles de 6,5 %, le nombre de ventes s'est accru de près de 9 %, ce qui a entraîné une vive progression du volume de crédits mis en force (+ 24 %).

Dans l'amélioration et l'entretien de l'habitat, la distribution de crédits nouveaux a enregistré une augmentation comparativement plus modérée (près de 10 %) pour une hausse des prix des travaux de 4,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2004 selon le ministère de l'Équipement.

Malgré l'allongement de la durée moyenne des emprunts, l'effort financier demandé aux ménages, de plus en plus important, a, progressivement, modifié la structure de la clientèle, en excluant une partie des primo-accédants et en renforçant la part des acquéreurs disposant en apport d'un bien à la revente.

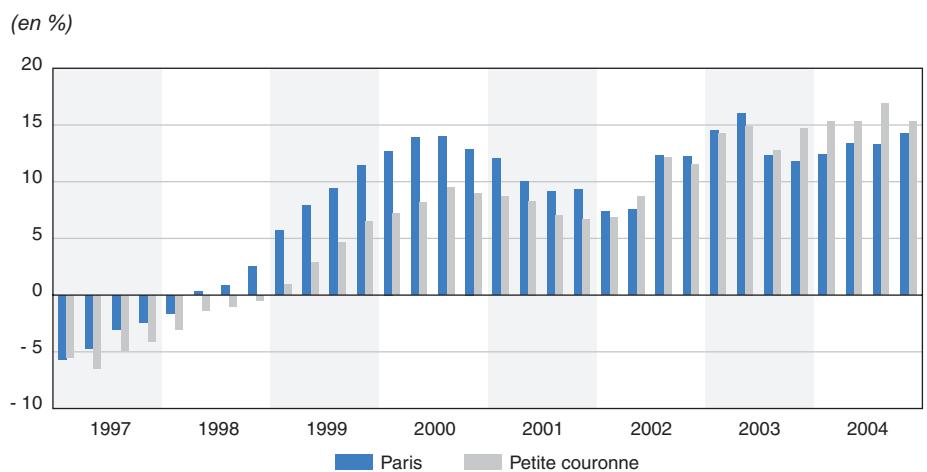
Variations annuelles des prix dans l'ancien et le neuf France entière

(en %)



Sources : FNAIM, ministère de l'Équipement

Variation à un an d'écart des prix des appartements anciens Paris et petite couronne

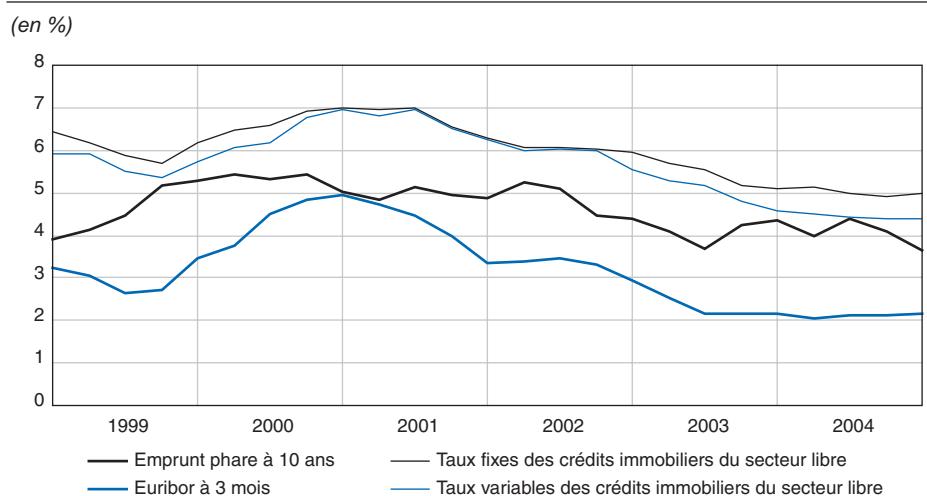


Source : INSEE Notaires

1.2. La baisse des taux d'intérêt a constitué un facteur de soutien essentiel au marché et compensé une partie de la hausse des prix

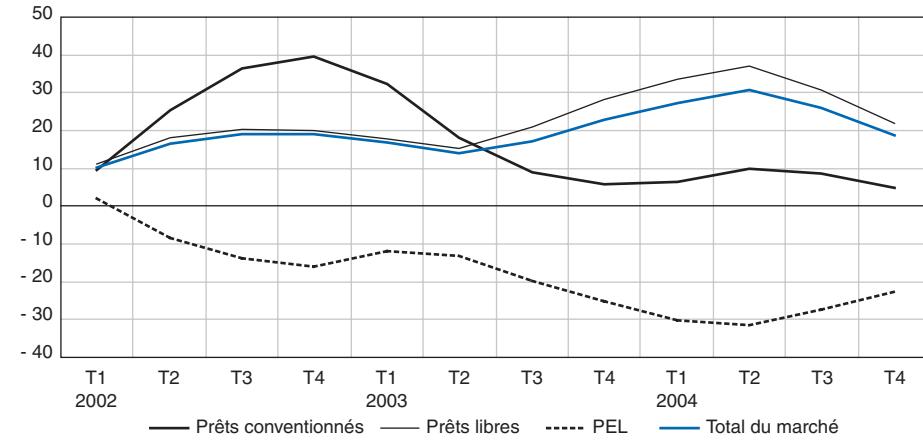
L'assouplissement des conditions de financement a été répercuté sur la clientèle tout au long de l'année (– 36 points de base sur les prêts à taux fixe et – 54 points sur les prêts à taux variable, en moyenne annuelle). À fin décembre 2004, bien qu'avec moins d'amplitude, le mouvement restait orienté à la baisse (respectivement, – 11 points de base et – 20 points de base à un an d'écart).

Évolution des taux de référence et des taux des crédits à l'habitat



Taux de croissance de la production par types de prêts non aidés
En année glissante

(en %)



Conséquence directe de la baisse des taux de référence, les prêts du secteur libre (mises en force en hausse de 22 % par rapport à 2003) sont restés le produit le plus utilisé par les ménages. Les taux moyens pratiqués sur l'année (5 % pour les prêts à taux fixe et 4,42 % pour les prêts à taux variable) les ont favorisés par rapport aux prêts réglementés, dont les productions n'ont que légèrement augmenté (5 % pour les prêts conventionnés, dont les taux de référence se sont échelonnés, en 2004 entre 4,10 % et 4,40 %) ou ont diminué (22,5 % pour les plans d'épargne logement dont les taux d'intérêt des prêts disponibles s'échellonnent entre 4,31 % et 4,97 % et qui demeurent privilégiés comme instrument d'épargne sans risque).

2. La répartition des financements

2.1. Le marché du neuf a été le plus dynamique

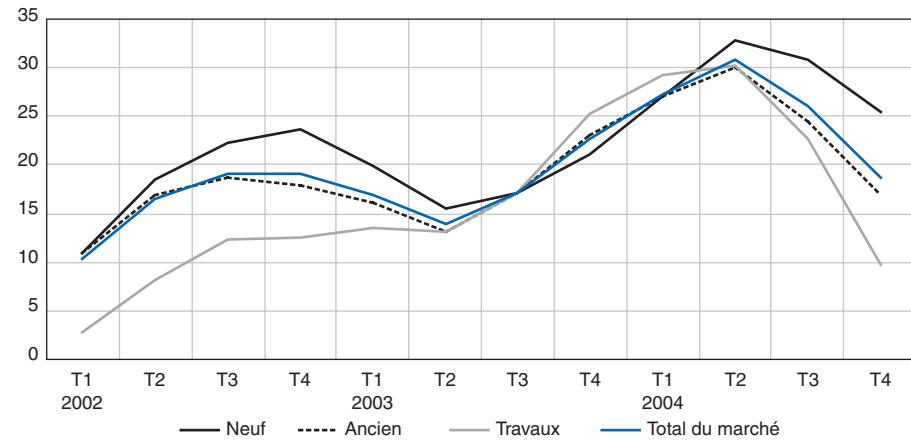
La forte demande en investissement locatif (55 % des commercialisations) a stimulé la progression des ventes de logements neufs (près de 9 %, pour un record de 112 000 logements), dans un contexte de hausse toujours sensible des prix. Ces deux facteurs ont conduit à une augmentation de la part du neuf dans la production (30 %, après 28,7 % en 2003) aux dépens de l'ancien.

Dans l'ancien, la production de crédit s'est, au total, accrue de 17 % par rapport à 2003 mais la part dans le total des mises en force s'est tassée (62,6 %, contre 63,4 % en 2003).

Les crédits pour l'amélioration et l'entretien du logement ont progressé de près de 10 % sur l'ensemble de l'année par rapport à 2003. En légère baisse, leur part demeure supérieure à 7 %.

Taux de croissance de la production par marchés En année glissante

(en %)



Sources : SGFGAS, Banque de France

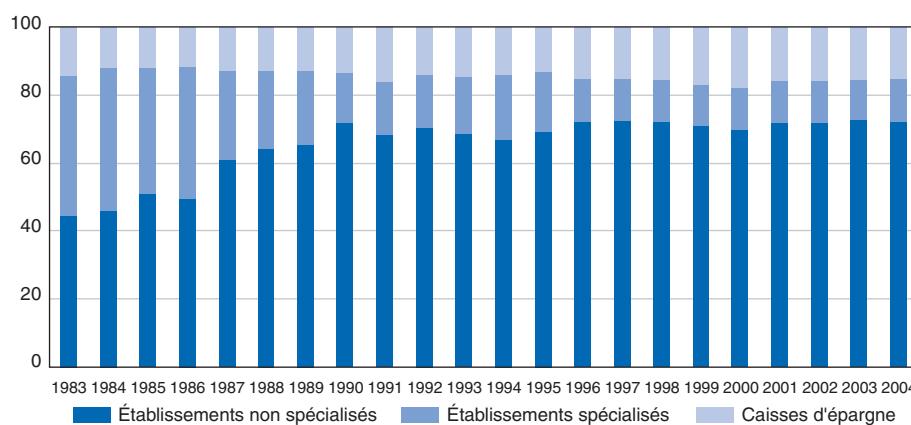
2.2. La production des établissements généralistes reste dominante ; les caisses d'épargne reculent

Contrairement à ce qui s'était passé en 2003, la part de marché des établissements spécialisés dans le financement du logement s'est légèrement accrue (+ 0,9 %) pour pratiquement atteindre 13 %, dans le haut de la fourchette observée depuis la banalisation de la distribution des prêts aidés.

La part des établissements généralistes s'est un peu contractée (72 %, après 72,8 % en 2003) et celle des caisses d'épargne a continué de se réduire légèrement pour la quatrième année consécutive (15 %, après 15,3 %).

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

(en %)



Sources : Crédit foncier de France, SGFGAS, Banque de France

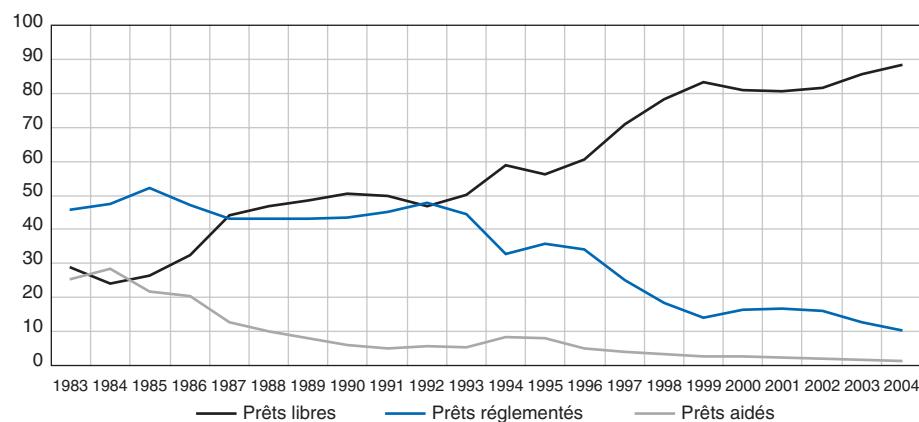
2.3. Les prêts du secteur libre, favorisés par la baisse des taux, accroissent encore leur poids déjà très élevé

Les mises en force de prêts du secteur libre sont toujours dominantes, avec une part dans la production atteignant 88,4 %, contre 85,8 % en 2003. Celle des prêts réglementés est globalement revenue à 10,4 % (12,7 % en 2003), se répartissant entre 8,3 % pour les prêts conventionnés (après 9,3 %) et 2,2 % pour les prêts d'épargne logement (après 3,3 %). La part des prêts aidés est tombée à 1,2 %, après 1,6 %.

La distribution de crédits aidés, qui concernait plus de 28 % des mises en force en 1984, est progressivement revenue à un très bas niveau (moins de 3 % depuis 1999). Elle pourrait connaître une légère reprise en 2005 avec le nouveau prêt à taux zéro sans quotienté de travaux dans l'ancien, qui devrait, selon la FNAIM, résolabiliser un nombre élevé de ménages modestes, exclus du marché ces dernières années par la hausse des prix.

Ventilation de la production selon le type de produit

(en %)



Sources : SGFGAS, CFF, Banque de France

Les premiers résultats enregistrés au premier trimestre 2005 ne traduisent pas de tassement de l'activité. Ils montrent, notamment, que le marché le plus important, celui de l'ancien, semble bénéficier d'un rebond.

Résumé d'étude

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

Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005

Sur la base des résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, la valeur des titres déposés sur des comptes PEA (plan d'épargne en actions) s'établissait, à fin mars 2005, à 93,1 milliards d'euros, en augmentation de 3 % par rapport au trimestre précédent. Cette variation reflète essentiellement celle des cours boursiers. L'encours à fin mars 2005 est encore inférieur, de près de 10 %, à son plus haut niveau atteint fin septembre 2000.

Au cours de ce trimestre, les détenteurs de PEA ont procédé, globalement, à des ventes nettes de titres (toutes valeurs confondues) pour, environ, 3 milliards d'euros, soit 3,2 % de l'encours à fin décembre 2004. Les désinvestissements se sont montés à environ 850 millions d'euros pour les actions françaises et européennes et 2,1 milliards pour les titres d'OPCVM. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA sont restées stables, à 4,3 milliards d'euros à fin mars.

Le nombre de PEA s'élevait à 7,305 millions à fin mars 2005, en diminution de 9 000 comptes par rapport au trimestre précédent. Sur un an, la baisse est de plus de 110 000 comptes.

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (61,4 %) et actions (38,6 %) n'a quasiment pas varié depuis fin décembre 2003.

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

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

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

	(en %)																		
	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle					En glissement annuel										
	2002	2003	2004	2003	2004	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2003	2004	T4	T1	T2	T3	T4	T1
France (a)	1,3	0,9	2,1	0,4	0,6	0,6	0,2	0,7	0,2	1,4	1,7	2,7	1,9	2,1	1,7				
Allemagne (a)	0,2	0,0	1,6	0,6	0,4	0,2	0,0	- 0,1	1,0	0,4	1,8	1,9	1,2	1,3	0,0				
Autriche	1,2	0,8	2,0	0,4	0,6	0,8	0,8	0,3		1,1	1,4	1,9	2,5	2,4					
Belgique	0,9	1,3	2,7	0,7	0,8	0,7	0,9	0,3		1,7	2,3	2,9	3,1	2,6					
Espagne	2,2	2,5	2,7	0,7	0,8	0,5	0,6	0,8		2,8	2,7	2,6	2,6	2,7					
Finlande	2,2	2,5	3,4	0,6	1,0	0,8	1,1	0,6		2,2	3,2	3,1	3,6	3,6					
Grèce	3,8	4,7	4,2	- 0,3	3,2	- 0,6	1,8	- 0,1	2,5	4,7	4,3	4,1	4,0	4,2	3,6				
Irlande	6,1	3,7	4,9	4,6	1,3	0,9	- 1,4	2,0		5,1	6,4	5,2	5,2	2,8					
Italie	0,4	0,4	1,0	0,0	0,5	0,4	0,4	- 0,4	- 0,5	0,0	0,7	1,2	1,2	0,8	- 0,2				
Luxembourg	2,5	2,9	4,5																
Pays-Bas	0,6	- 0,9	1,4	0,6	1,0	- 0,1	0,3	0,0	- 0,1	- 0,4	1,0	1,7	1,9	1,2	0,1				
Portugal	0,4	- 1,1	1,0	0,0	1,0	0,9	- 1,0	- 0,3	0,0	0,0	0,7	1,8	0,9	0,6					
Zone euro	1,0	0,7	1,7	0,5	0,7	0,4	0,3	0,2	0,5	0,9	1,5	2,1	1,8	1,5	1,3				
Chypre	2,1	2,0	3,7	2,0	- 0,1	1,0	1,1	1,0		3,4	3,7	4,1	4,0	3,1					
Danemark	0,5	0,7	2,4	0,4	1,2	0,8	0,1	0,9	0,1	1,2	1,2	2,9	2,5	3,0	1,9				
Estonie	7,2	5,1	6,2	1,3	1,2	1,3	2,0	1,3		6,2	6,8	5,9	6,1	5,9					
Hongrie	3,5	3,0	4,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0		3,8	4,3	4,2	3,7	3,8					
Lettonie	6,4	7,5	8,5							7,5	8,7	7,7	9,1	8,6					
Lituanie	6,8	9,7	6,7	1,8	0,9	1,6	1,5	1,9	0,4	11,5	7,1	7,3	5,8	6,7	5,5				
Malte	2,2	- 1,8	1,5							2,0	2,3	- 0,5	1,9	2,3					
Pologne	1,4	3,8	5,3							4,7	6,9	6,1	4,8	3,9					
Royaume-Uni	1,8	2,2	3,1	0,9	0,7	1,0	0,6	0,7	0,5	2,7	3,0	3,6	3,1	2,9	2,7				
Slovaquie	4,6	4,5	5,5	1,5	1,2	1,3	1,3			5,2	5,4	5,5	5,3	5,8					
Slovénie	3,3	2,5	4,6	0,7	1,6	1,1	1,1	- 0,4		2,9	4,1	4,9	5,0	4,3					
Suède	2,0	1,6	3,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,3		2,3	2,8	3,3	3,3	2,6					
République tchèque	1,5	3,7	4,0	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0		4,0	3,8	4,0	4,0	4,3					
Union européenne	1,1	1,0	2,3	0,6	0,7	0,5	0,3	0,3	0,5	1,3	1,9	2,4	2,2	1,9	1,6				
États-Unis	1,9	3,0	4,4	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,9	4,4	5,0	4,8	4,0	3,9	3,7				
Japon	- 0,3	1,4	2,6	1,5	1,4	- 0,2	- 0,3	0,0	1,3	2,2	4,1	3,2	2,4	0,9	0,8				

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

(a) Base 2000

Sources : OCDE, Eurostat, données nationales

Réalisé le 6 juin 2005
Deer – Ecoet – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

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

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

Sources : Eurostat, données nationales

Réalisé le 6 juin 2005

Deer – Ecoet – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

	(en % de la population active, données cvs)													
	2004						2005							
	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai
France	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2	10,2	
Allemagne	10,5	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7	10,7	10,8	10,6	11,4	11,7	12,0	11,8	11,8
Autriche	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Belgique	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	7,8	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Espagne	11,1	11,1	10,9	10,9	10,8	10,6	10,5	10,4	10,9	10,2	10,1	10,1	10,0	
Finlande	9,1	8,7	9,1	9,0	8,2	8,6	8,7	8,6	8,8	9,1	8,9	8,1	8,7	
Grèce	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,2	10,2	10,2	10,5					
Irlande	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,2	4,2	4,3	4,2	
Italie		8,0			8,0			8,0	8,1					
Luxembourg (a)	3,9	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	4,7	4,7	4,6	4,6	
Pays-Bas	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,2	4,4				
Portugal	6,5	6,7	6,9	6,9	7,0	7,0	7,0	7,1	6,7	7,2	7,3	7,2	7,2	
Zone euro	8,9	8,9	8,8	8,9	8,8	8,9	8,8	8,8	8,9	8,8	8,9	8,9	8,9	
Chypre	4,6	4,9	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2	5,5	5,0	5,5	5,6	5,1	4,8	
Danemark	6,5	6,4	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,1	6,4	6,1	5,9	5,9	5,9	
Estonie	9,6	9,4	9,2	9,1	8,8	8,5	8,4	8,3	9,2	8,1	8,0	7,9	7,9	
Hongrie	5,8	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2	5,9	6,3	6,3	6,3	6,3	
Lettonie	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,6	9,8	9,6	9,5	9,4	9,2	
Lituanie	11,2	11,1	11,0	10,6	10,3	9,9	9,5	9,3	10,7	9,1	8,8	8,7	8,5	
Malte	7,4	7,4	7,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,3	6,9	6,8	6,9	6,9	
Pologne	18,9	18,8	18,8	18,7	18,6	18,6	18,4	18,3	18,8	18,1	18,0	18,0	17,9	
Royaume-Uni	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	
Slovaquie	18,6	18,4	18,1	17,8	17,7	17,5	17,1	16,8	18,0	16,4	16,1	15,9	15,6	
Slovénie	6,0	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,8	5,8	6,0	5,8	5,8	5,8	5,8	
Suède	6,6	6,4	6,3	6,2	6,6	6,2	6,4	6,4	6,4	6,2	6,5	6,3		
République tchèque	8,4	8,4	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,2	
Union européenne	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	8,9	8,9	
États-Unis	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4	5,5	5,2	5,4	5,2	5,2	
Japon	4,6	4,6	4,9	4,8	4,6	4,6	4,6	4,5	4,7	4,5	4,7	4,5	4,4	

(a) Données brutes

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

Réalisé le 6 juin 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	Nominal	Réel
2000	Décembre	100,0	98,8	98,2	97,0	93,7	91,8
2001	Décembre	100,0	97,9	98,4	96,4	95,4	92,5
2002	Décembre	100,0	97,8	98,8	96,8	99,9	96,4
2003	Décembre	100,0	98,4	100,4	99,0	105,5	102,1
2004	Décembre	100,0	98,6	100,0	98,7	107,2	103,7
2003	Mai	100,0	98,1	100,5	98,7	104,3	100,6
	Juin	100,0	98,2	100,3	98,7	104,4	100,9
	Juillet	100,0	98,3	100,3	98,8	103,6	100,1
	Août	100,0	98,2	100,3	98,7	103,0	99,5
	Septembre	100,0	98,4	100,2	98,8	102,9	99,7
	Octobre	100,0	98,6	100,2	98,9	104,0	100,7
	Novembre	100,0	98,7	100,2	98,9	103,9	100,8
	Décembre	100,0	98,4	100,4	99,0	105,5	102,1
2004	Janvier	100,0	98,8	100,3	99,2	106,0	102,7
	Février	100,0	98,9	100,0	99,0	106,0	102,8
	Mars	100,0	98,8	99,8	98,8	105,0	101,8
	Avril	100,0	98,5	99,7	98,4	104,1	100,8
	Mai	100,0	98,6	99,8	98,6	104,7	101,4
	Juin	100,0	98,7	99,6	98,5	104,7	101,5
	Juillet	100,0	98,7	99,6	98,5	105,0	101,6
	Août	100,0	98,6	99,6	98,5	104,9	101,5
	Septembre	100,0	98,6	99,8	98,6	105,1	101,6
	Octobre	100,0	98,6	100,0	98,8	105,7	102,2
	Novembre	100,0	98,7	100,1	99,0	106,5	103,0
	Décembre	100,0	98,6	100,0	98,7	107,2	103,7
2005	Janvier	100,0	98,6	100,1	98,8	106,5	102,6
	Février	100,0	98,8	99,8	98,8	106,1	102,4
	Mars	100,0	98,8	99,9	98,9	106,5	103,1
	Avril	100,0	98,6	99,8	98,6	106,0	102,3
	Mai	100,0	98,5	99,8	98,5	105,5	101,6

(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 3 juin 2005
DGEI – Ecoet – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des marchés interbancaires
 Taux intérieur des principales devises

	(en %)											
	Décembre 2004		Janvier 2005		Février 2005		Mars 2005		Avril 2005		Mai 2005	
	Fin de mois	Moyenne mensuelle	Fin de mois	Moyenne mensuelle	Fin de mois	Moyenne mensuelle	Fin de mois	Moyenne mensuelle	Fin de mois	Moyenne mensuelle	Fin de mois	Moyenne mensuelle
Euro												
Au jour le jour	2,040	2,078	2,210	2,086	2,060	2,051	2,060	2,056	2,110	2,062	2,060	2,065
À 1 mois	2,135	2,086	2,105	2,144	2,085	2,094	2,085	2,085	2,095	2,085	2,085	2,086
À 3 mois	2,145	2,149	2,145	2,146	2,125	2,126	2,125	2,118	2,125	2,120	2,105	2,114
À 6 mois	2,175	2,195	2,195	2,182	2,155	2,169	2,165	2,169	2,175	2,173	2,125	2,147
À 1 an	2,255	2,302	2,345	2,277	2,275	2,287	2,315	2,287	2,315	2,314	2,175	2,237
Dollar												
Au jour le jour	2,100	1,953	2,290	2,176	2,490	2,269	2,580	2,496	2,910	2,612	3,015	2,782
À 1 mois	2,265	2,105	2,360	2,352	2,560	2,443	2,685	2,584	2,835	2,785	3,060	2,957
À 3 mois	2,370	2,279	2,550	2,468	2,730	2,638	2,900	2,795	3,090	2,999	3,180	3,118
À 6 mois	2,595	2,469	2,785	2,690	2,945	2,882	3,150	3,030	3,345	3,251	3,390	3,356
À 1 an	2,945	2,770	3,055	3,001	3,240	3,219	3,505	3,351	3,805	3,658	3,670	3,694
Livre sterling												
Au jour le jour	4,720	4,753	4,895	4,789	4,630	4,725	5,245	4,787	4,770	4,715	4,870	4,838
À 1 mois	4,750	4,750	4,795	4,775	4,760	4,771	4,760	4,769	4,780	4,787	4,820	4,803
À 3 mois	4,760	4,810	4,815	4,807	4,810	4,804	4,880	4,822	4,910	4,923	4,840	4,874
À 6 mois	4,810	4,862	4,830	4,829	4,840	4,818	4,990	4,896	4,980	5,008	4,880	4,919
À 1 an	4,830	4,929	4,855	4,856	4,905	4,843	5,100	4,986	5,085	5,128	4,925	4,974
Yen												
Au jour le jour	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,020	0,028	0,020	0,014	0,020	0,006
À 1 mois	- 0,050	- 0,021	- 0,025	- 0,062	0,015	- 0,015	- 0,015	- 0,005	- 0,015	- 0,037	- 0,050	- 0,031
À 3 mois	- 0,015	- 0,012	- 0,015	- 0,021	0,050	0,012	0,015	0,010	0,015	0,026	0,025	0,019
À 6 mois	- 0,015	- 0,015	0,015	- 0,001	0,015	0,015	0,060	0,021	0,035	0,025	0,035	0,035
À 1 an	0,060	0,028	0,015	0,041	0,015	0,027	0,070	0,048	0,080	0,064	0,070	0,062
Franc suisse												
Au jour le jour	0,550	0,494	0,525	0,596	0,775	0,626	0,650	0,611	0,825	0,715	0,715	0,681
À 1 mois	0,630	0,601	0,635	0,665	0,670	0,662	0,680	0,684	0,705	0,689	0,710	0,714
À 3 mois	0,725	0,719	0,675	0,719	0,700	0,708	0,700	0,716	0,745	0,716	0,720	0,739
À 6 mois	0,850	0,840	0,765	0,804	0,780	0,780	0,780	0,789	0,785	0,776	0,755	0,769
À 1 an	0,985	0,993	0,945	0,982	0,930	0,934	0,950	0,934	0,910	0,932	0,845	0,869

Réalisé le 1^{er} avril 2005
 DGO – DOM – MOPM – Tél. 01 42 92 27 67

Tableau 6

Tableau de bord de l'économie française

	Juin 2004	Juillet 2004	Août 2004	Septembre 2004	Octobre 2004	Novembre 2004	Décembre 2004	Janvier 2005	Février 2005	Mars 2005	Avril 2005	Mai 2005
Placements monétaires												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	6,9	7,4	6,0	6,5	8,9	7,9	5,8	10,0	8,2	6,5		
Comptes sur livret	6,1	5,8	6,3	6,8	7,1	7,4	7,3	7,4	7,4	7,2		
Titres d'OPCVM monétaires	4,8	6,6	7,1	7,1	7,7	8,2	8,6	8,3	5,3	5,0		
Endettement												
(taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	6,3	6,7	7,0	7,3	7,8	7,6	8,3	7,3	7,2	9,1		
Endettement intérieur total	5,3	5,5	5,9	5,7	5,6	5,8	5,9	6,1	6,5	0,0		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	2,14	2,14	2,13
Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,39	4,27	4,11	4,09	3,98	3,86	3,64	3,58	3,60	3,75	3,54	
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	
Cours de change												
(moyenne mensuelle, données BCE)												
EUR/USD	1,2138	1,2266	1,2176	1,2218	1,2490	1,2991	1,3408	1,3119	1,3014	1,3201	1,2938	1,2694
EUR/JPY	132,86	134,08	134,54	134,51	135,97	136,09	139,14	135,63	136,55	138,83	138,84	135,37
EUR/GBP	0,6643	0,6658	0,6694	0,6813	0,6914	0,6986	0,6950	0,6987	0,6897	0,6923	0,6829	0,6840
Indices des prix à la consommation												
(base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,0	- 0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,2	- 0,5	0,5	0,6	0,2	
Glissement annuel	2,4	2,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	1,6	1,6	1,9	1,8	
Indices de la production industrielle												
(base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Glissement annuel	0,5	- 0,8	- 1,9	2,6	- 0,5	0,1	0,6	0,1	- 0,6	- 0,5		
Variation mensuelle	4,2	2,2	0,0	2,5	0,9	1,6	2,0	2,6	0,4	- 0,5		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle												
Glissement annuel	0,0	- 0,2	0,1	0,0	- 0,2	0,1	- 0,2	1,3	0,5	0,3	- 0,1	
Taux de chômage (définition BIT)	2,1	2,1	2,1	0,5	0,1	0,3	- 0,2	1,6	2,1	2,3	2,1	
Variation mensuelle	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2	10,2	
Commerce extérieur												
(cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	29,32	29,42	29,95	29,83	30,39	30,12	30,78	30,76	30,83	30,90		
Exportations FAB	28,69	28,77	28,44	28,60	29,08	29,00	28,20	29,45	29,13	28,52		
Solde mensuel	- 0,63	- 0,65	- 1,51	- 1,23	- 1,32	- 1,12	- 2,58	- 1,31	- 1,70	- 2,38		
Solde cumulé sur 12 mois	- 0,33	- 0,98	- 2,50	- 3,73	- 5,04	- 6,16	- 8,74	- 1,31	- 3,01	- 5,39		
Transactions courantes												
(en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	0,48	- 1,11	- 1,08	0,85	- 3,22	- 0,53	0,76	- 2,53	0,37	- 1,16		
Solde cumulé sur 12 mois	0,58	- 0,43	- 2,80	- 3,30	- 3,83	- 5,41	- 6,75	- 10,93	- 11,03	- 12,27		

(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

	T2 2002	T3	T4	T1 2003	T2	T3	T4	T1 2004	T2	T3	T4	T1 2005
Produit intérieur brut total												
(prix de 1995, cvs/cjo)												
Variation trimestrielle en %	0,5	0,3	0,0	0,4	- 0,4	1,1	0,4	0,6	0,6	0,2	0,7	0,2
Indice du salaire horaire de base des ouvriers												
Variation trimestrielle en %	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	1,0	0,3	0,9	0,6	1,1	0,4	0,8

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 6 juin 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 exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (b)	
	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France
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	12 596,6	2 161,4	6 697,7	1 141,8	460,1	189,9	1 577,8	140,3	3 861,1	689,4
Février	12 720,4	2 189,0	6 709,0	1 137,3	471,2	197,0	1 583,5	141,2	3 956,7	713,5
Mars	12 866,9	2 197,9	6 783,3	1 142,9	472,3	191,3	1 599,3	143,2	4 011,9	720,5

(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	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	141,3	26,7	0,8	0,1	0,0	0,0	2,05
10 mai	143,1	26,6	144,0	26,7	0,9	0,1	0,0	0,0	2,05
7 juin	144,6	26,6			26,8		0,2		2,05

Facteurs de liquidité bancaire (encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période de constitution prenant fin le :	Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)		Avoirs (F)
						(B)	(C)	
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	
12 avril	498,6	282,1	67,4	- 62,1	- 221,8	365,1	143,3	
10 mai	505,5	287,0	62,9	- 58,9	- 222,5	366,5	144,0	
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	
10 mai	96,5	55,4	0,1	- 50,6	9,4	17,4	26,8	
7 juin	97,9	55,3	0,1	- 50,4	7,7	19,2	26,9	

(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 9 juin 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)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	7 019	- 6 753	- 2 534	369	- 1 155	- 8 130	- 1 088	- 11 450	
Biens	2 865	- 6 315	- 2 186	- 1 341	- 2 250	- 2 483	1 209	- 8 260	
Recettes	319 995	338 689	26 599	28 465	31 502	29 203	111 846	115 769	
Dépenses	317 130	345 004	28 785	29 806	33 752	31 686	110 637	124 029	
<i>Marchandises générales</i>	<i>3 463</i>	<i>- 5 761</i>	<i>- 2 074</i>	<i>- 1 328</i>	<i>- 2 174</i>	<i>- 2 402</i>	<i>1 134</i>	<i>- 7 978</i>	
<i>dont : Données douanières FAB-FAB</i>	<i>2 205</i>	<i>- 7 351</i>	<i>- 2 255</i>	<i>- 1 569</i>	<i>- 2 475</i>	<i>- 2 632</i>	<i>511</i>	<i>- 8 931</i>	
Total des corrections	1 258	1 590	181	241	301	230	623	953	
Services	14 002	10 269	8	260	646	477	1 672	1 391	
Recettes	87 341	88 819	6 089	6 313	7 102	7 305	26 522	26 809	
Dépenses	73 339	78 550	6 081	6 053	6 456	6 828	24 850	25 418	
<i>Voyages</i>	<i>11 636</i>	<i>9 813</i>	<i>403</i>	<i>382</i>	<i>462</i>	<i>646</i>	<i>1 996</i>	<i>1 893</i>	
<i>dont : Recettes</i>	<i>32 349</i>	<i>32 834</i>	<i>2 027</i>	<i>1 982</i>	<i>2 479</i>	<i>2 679</i>	<i>8 818</i>	<i>9 167</i>	
Dépenses	20 713	23 021	1 624	1 600	2 017	2 033	6 822	7 274	
Total « Biens et services »	16 867	3 954	- 2 178	- 1 081	- 1 604	- 2 006	2 881	- 6 869	
Revenus	7 080	6 858	- 1 396	2 916	2 253	- 4 598	- 772	- 825	
Rémunération des salariés	8 240	8 409	702	684	704	693	2 768	2 783	
<i>Revenus des investissements</i>	<i>- 1 160</i>	<i>- 1 551</i>	<i>- 2 098</i>	<i>2 232</i>	<i>1 549</i>	<i>- 5 291</i>	<i>- 3 540</i>	<i>- 3 608</i>	
<i>dont : Directs</i>	<i>10 110</i>	<i>12 573</i>	<i>280</i>	<i>1 019</i>	<i>1 101</i>	<i>934</i>	<i>3 382</i>	<i>3 334</i>	
De portefeuille	- 10 871	- 11 658	- 2 176	1 675	1 142	- 5 891	- 6 169	- 5 250	
Autres	- 399	- 2 466	- 202	- 462	- 694	- 334	- 753	- 1 692	
Transferts courants	- 16 928	- 17 565	1 040	- 1 466	- 1 804	- 1 526	- 3 197	- 3 756	

Compte de capital : données brutes

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	April 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de capital	- 7 666	1 741	- 25	178	25	39	370	217	
Transferts en capital	- 7 622	1 093	- 2	180	26	40	356	244	
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 44	648	- 23	- 2	- 1	- 1	14	- 27	

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	April 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Compte de transactions courantes	6 876	- 6 251	- 2 477	- 713	- 2 036	- 3 368	279	- 8 594	
Biens	3 603	- 6 026	- 1 231	- 1 418	- 2 305	- 3 184	1 593	- 8 138	
Marchandises générales	3 751	- 4 952	- 1 149	- 1 393	- 2 257	- 3 277	1 535	- 8 076	
Services (hors voyages)	2 408	677	- 139	162	26	- 112	114	- 63	
Revenus	6 378	6 641	279	793	1 013	514	1 494	2 599	

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

Réalisé le 17 juin 2005

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

Tableau 9
Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 9 435	- 18 913	- 3 281	- 2 464	126	- 2 597	- 3 728	- 8 216
Français à l'étranger	- 47 090	- 38 498	- 5 100	- 2 407	- 9 274	- 1 345	- 14 981	- 18 126
Capital social	- 11 777	- 22 794	- 3 961	- 801	- 2 127	8 129	- 7 313	1 240
Bénéfices réinvestis	- 1 740	- 3 870	- 531	- 404	- 404	- 404	- 1 292	- 1 743
Autres opérations	- 33 573	- 11 834	- 608	- 1 202	- 6 743	- 9 070	- 6 376	- 17 623
Étrangers en France	37 655	19 585	1 819	- 57	9 400	- 1 252	11 253	9 910
Capital social	15 063	4 483	2 915	396	2 323	617	4 308	6 251
Bénéfices réinvestis	- 1 920	1 068	215	153	153	153	356	674
Autres opérations	24 512	14 034	- 1 311	- 606	6 924	- 2 022	6 589	2 985
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	5 770	- 45 089	- 29 474	1 028	15 799	- 7 309	- 56 130	- 19 956
Avoirs - Titres étrangers	- 170 628	- 140 902	- 38 417	- 15 552	3 786	- 8 246	- 89 109	- 58 429
Actions et titres d'OPCVM	- 42 340	- 41 206	- 7 976	- 16 893	- 2 136	15 323	- 22 030	- 11 682
Obligations et assimilés	- 101 254	- 96 397	- 24 047	- 12 700	3 164	- 14 531	- 48 202	- 48 114
Instruments du marché monétaire	- 27 034	- 3 299	- 6 394	14 041	2 758	- 9 038	- 18 877	1 367
Engagements - Titres français	176 398	95 813	8 943	16 580	12 013	937	32 979	38 473
Actions et titres d'OPCVM	18 121	9 480	3 864	1 898	248	- 10 081	- 994	- 4 071
Obligations et assimilés	144 158	67 637	- 4 170	16 354	10 574	1 620	18 375	24 378
dont : OAT	36 311	24 865	2 663	5 886	2 494	- 1 870	7 147	9 173
BTAN	19 436	10 629	- 5 269	3 060	2 201	2 670	6 767	2 662
Instruments du marché monétaire	14 119	18 696	9 249	- 1 672	1 191	9 398	15 598	18 166
dont : BTF	15 777	2 860	- 2 461	- 1 851	1 631	- 1 011	4 173	- 3 692
<i>Pour mémoire :</i>								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	71 524	38 354	- 5 067	7 095	6 326	- 211	18 087	8 143
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	- 6 058	5 100	- 556	35	- 3 460	5 127	3 711	1 146
AUTRES INVESTISSEMENTS	21 604	63 967	42 294	- 1 579	- 21 878	6 399	31 296	25 236
Avoirs	- 13 693	- 89 743	- 11 682	- 8 214	- 27	- 70 140	- 69 589	- 90 063
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 597	- 3 797	206	- 193	- 315	- 466	- 1 919	- 768
Prêts	- 13 063	- 85 941	- 11 888	- 8 021	288	- 69 664	- 67 668	- 89 285
Banque de France	746	9 040	7 881	3 144	1 205	- 8 814	9 568	3 416
Administrations publiques	- 2 345	1 206	- 1 090	- 1 857	3 477	306	2 200	836
Institutions financières monétaires (d)	- 3 567	- 94 574	- 14 700	- 13 741	- 1 211	- 57 960	- 75 870	- 87 612
Autres secteurs (e)	- 7 897	- 1 613	- 3 979	4 433	- 3 183	- 3 196	- 3 566	- 5 925
Autres avoirs	- 33	- 5	0	0	0	- 10	- 2	- 10
Engagements	35 297	153 710	53 976	6 635	- 21 851	76 539	100 885	115 299
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 996	7 367	849	58	136	732	811	1 775
Prêts	38 293	146 343	53 127	6 577	- 21 987	75 807	100 074	113 524
Banque de France	1 813	1 373	529	- 1 941	- 771	2 321	- 1 076	138
- Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
- Autres engagements	1 813	1 373	529	- 1 941	- 771	2 321	- 1 076	138
Administrations publiques	- 514	1 957	- 1 080	- 3 126	- 931	254	- 2 763	- 4 883
Institutions financières monétaires (d)	34 676	135 233	48 070	9 675	- 20 130	62 064	100 959	99 679
Autres secteurs (e)	2 318	7 780	5 608	1 969	- 155	11 168	2 954	18 590

(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...)

Réalisé le 17 juin 2005
Direction de la Balance des paiements - Admininfo - Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
Avoirs de réserve	- 2 171	- 3 509	- 2 195	2 110	1 250	- 1 734	- 497	- 569	
Or	0	423	78	89	119	141	0	427	
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 69	- 62	- 1	- 13	- 1	- 2	- 17	- 17	
Position de réserve au FMI	- 1 087	775	- 6	116	215	82	134	407	
Devises étrangères	- 1 015	- 4 645	- 2 266	1 918	917	- 1 955	- 614	- 1 386	
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0	
Compte financier	9 710	1 556	6 788	- 870	- 8 163	- 114	- 25 348	- 2 359	

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

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	Année 2003 (a)	Année 2004 (b)	Janvier 2005 (c)	Février 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	4 mois 2004 (b)	4 mois 2005 (c)	(en millions d'euros)
TOTAL	31 109	40 659	33 370	- 4 066	- 21 341	4 104	25 089	12 067	
Avoirs	- 3 567	- 94 574	- 14 700	- 13 741	- 1 211	- 57 960	- 75 870	- 87 612	
Long terme	- 25 606	- 14 981	- 6 112	393	- 2 183	- 1 631	- 4 087	- 9 533	
Euros	- 18 037	- 10 084	- 103	- 1 179	- 1 539	- 878	- 1 697	- 3 699	
Devises	- 7 569	- 4 897	- 6 009	1 572	- 644	- 753	- 2 390	- 5 834	
Court terme	22 039	- 79 593	- 8 588	- 14 134	972	- 56 329	- 71 783	- 78 079	
Euros	26 729	- 55 459	- 3 260	- 11 767	- 5 718	- 34 501	- 50 371	- 55 246	
Devises	- 4 690	- 24 134	- 5 328	- 2 367	6 690	- 21 828	- 21 412	- 22 833	
Engagements	34 676	135 233	48 070	9 675	- 20 130	62 064	100 959	99 679	
Long terme	37 425	20 615	5 964	1 897	5 532	7 306	5 915	20 699	
Euros	12 395	9 286	2 608	2 562	5 090	6 349	- 628	16 609	
Devises	25 030	11 329	3 356	- 665	442	957	6 543	4 090	
Court terme	- 2 749	114 618	42 106	7 778	- 25 662	54 758	95 044	78 980	
Euros	- 3 368	43 118	15 862	5 970	- 17 645	41 596	52 206	45 783	
Devises	619	71 500	26 244	1 808	- 8 017	13 162	42 838	33 197	

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Réalisé le 17 juin 2005

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

Méthodologie (tableaux 10 à 25)

Définitions

1. Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal
 Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

2. Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

3. Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les **titres autres que des actions ou titres de créance** sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **instruments du marché monétaire** correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « *toutes devises* ».

L'**endettement intérieur total (EIT)** mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

Tableau 10
Bilan de la Banque de France

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Avril 2004	Décembre 2004	Avril 2005
ACTIF						
Territoire national	20,4	19,7	16,4	25,0	23,3	27,8
Crédits	17,7	17,0	11,5	20,1	17,7	21,4
IFM	16,4	16,1	11,1	19,7	17,3	21,0
Administration centrale	1,0	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1
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	4,9	5,5	6,5
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	4,9	4,9	5,5	6,5
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	24,1	23,9	20,9
Reste du monde	29,7	21,0	18,3	18,3	20,5	22,6
Avoirs en or	30,6	31,8	32,1	31,5	30,9	32,0
Non ventilés par zones géographiques (a)	19,1	48,2	59,6	68,2	76,3	79,7
TOTAL	129,1	154,6	158,9	167,1	174,8	183,0

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

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Avril 2004	Décembre 2004	Avril 2005
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	32,8	36,2	28,8	34,7	29,3	33,7
IFM	29,5	34,6	27,8	33,8	28,7	32,7
Administration centrale	2,5	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,8	0,9	0,4	0,8
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	3,6	7,3	8,8
Non ventilés par zones géographiques	92,6	116,6	126,3	128,8	138,2	140,5
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	34,6	74,2	85,0	84,8	97,8	98,9
<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	37,9	32,9	34,7
Autres	15,6	4,0	5,8	6,1	7,4	6,9
TOTAL	129,1	154,6	158,9	167,1	174,8	183,0

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

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 11

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

	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Avril 2004	Décembre 2004	Avril 2005
ACTIF						
Territoire national	2 753,7	2 875,2	2 999,4	3 156,3	3 200,9	3 293,6
Crédits	2 127,7	2 209,0	2 265,7	2 389,4	2 416,4	2 453,1
IFM	906,3	951,7	947,8	1 037,9	1 013,1	1 024,9
APU	118,3	126,8	142,0	138,7	139,5	128,8
Secteur privé	1 103,2	1 130,5	1 175,9	1 212,7	1 263,8	1 299,5
Titres autres que des actions	407,0	416,4	431,2	448,2	460,8	497,1
IFM	96,6	116,2	129,8	142,8	162,6	169,8
> 2 ans	54,2	52,1	49,8	49,5	53,3	56,2
APU	151,3	152,4	157,5	158,1	155,8	167,7
Secteur privé	104,9	95,7	94,2	97,7	89,2	103,3
Titres d'OPCVM monétaires	35,5	58,4	63,7	75,7	67,8	70,4
Actions et autres participations	183,5	191,4	238,8	242,9	255,9	273,0
Autres États de la zone euro	349,4	408,6	465,9	533,0	553,9	612,5
Reste du monde	507,0	513,3	502,8	609,7	608,3	696,5
Non ventilés par zones géographiques	440,2	364,6	379,1	405,9	417,0	480,4
TOTAL	4 050,4	4 161,7	4 347,1	4 704,9	4 780,2	5 083,0
 PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 838,8	1 920,9	2 047,7	2 146,1	2 180,2	2 197,1
IFM	868,0	927,0	933,2	1 029,9	1 006,6	1 031,4
Administration centrale	4,4	11,7	39,0	24,2	43,9	18,3
Autres secteurs	966,4	982,2	1 075,5	1 092,0	1 129,6	1 147,5
Dépôts à vue	300,3	290,9	344,1	338,9	357,1	360,8
Dépôts à terme	63,6	60,4	49,6	46,3	45,5	49,5
> 2 ans	277,5	283,3	299,3	300,9	306,4	305,9
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	294,3	319,9	351,8	360,8	377,5	386,8
Pensions	30,7	27,7	30,7	45,1	43,2	44,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	173,7	195,4	201,8	215,4	238,6	271,3
IFM	149,4	170,8	173,6	180,4	201,5	232,8
Autres secteurs	24,2	24,5	28,2	35,0	37,1	38,5
Dépôts – Reste du monde	450,3	437,3	429,9	534,1	511,7	594,1
Non ventilés par zones géographiques	1 587,7	1 608,1	1 667,8	1 809,2	1 849,6	2 020,5
Titres de créances émis	197,1	206,5	218,3	244,3	259,4	284,2
≤ 2 ans	357,0	354,9	375,2	389,3	404,8	412,8
> 2 ans	258,6	303,8	327,8	367,9	354,1	383,8
Titres d'OPCVM monétaires	270,5	284,1	294,9	301,1	310,2	313,9
Capital et réserves	504,5	458,8	451,6	506,6	521,1	625,7
TOTAL	4 050,4	4 161,7	4 347,1	4 704,9	4 780,2	5 083,0

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 ».

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 12

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

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
	Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Total	Taux de croissance annuel
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	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	31,8	0,0	0,0	31,8	- 6,6
Juillet	32,2	0,0	0,0	32,2	- 5,1
Août	34,4	0,0	0,0	34,4	1,9
Septembre	35,5	0,0	0,0	35,5	4,1
Octobre	39,1	0,0	0,0	39,1	25,4
Novembre	44,9	0,0	0,0	44,9	24,6
2005	44,0	0,0	0,0	44,0	36,1
Janvier	43,5	0,0	0,0	43,5	21,1
Février	41,8	0,0	0,0	41,8	12,8
Mars	41,0	0,0	0,0	41,0	25,4
Avril					

(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).

Réalisé le 2 juin 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	8,8	8,7	5,0	5,0	4,4	3,0
Avril	7,9	7,7	4,4	4,6	3,9	3,1
Mai	7,3	7,4	4,4	5,1	4,2	4,7
Juin	8,2	7,5	4,9	4,6	4,6	5,2
Juillet	7,3	6,7	4,4	4,9	4,5	5,6
Août	7,8	6,8	5,2	5,6	5,1	6,1
Septembre	8,1	8,9	5,6	7,4	5,2	7,6
Octobre	8,2	8,3	5,5	7,6	5,1	7,3
Novembre	6,8	6,0	5,6	6,2	5,7	7,6
Décembre						
2005	8,7	10,5	6,3	8,7	6,1	8,2
Janvier	8,8	8,5	6,4	7,5	5,8	7,7
Février	8,0	7,1	6,3	7,0	5,7	8,0
Mars	8,3	8,3	6,7	8,0	6,2	8,4
Avril						

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 2 juin 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	10,6	10,5	6,2	6,2	5,4	4,0	5,5	5,5
Avril	9,7	9,8	5,5	5,9	4,9	4,1	5,7	6,4
Mai	9,1	9,5	5,5	6,3	5,2	5,6	6,0	6,5
Juin	10,0	9,6	6,0	5,9	5,5	6,1	6,2	6,9
Juillet	9,0	8,7	5,5	6,1	5,4	6,4	6,1	7,3
Août	9,5	8,9	6,2	6,8	6,0	7,0	6,5	7,5
Septembre	9,7	10,6	6,6	8,4	6,1	8,4	6,8	8,4
Octobre	9,6	9,9	6,4	8,5	5,9	7,9	6,9	8,3
Novembre	8,4	7,8	6,5	7,1	6,5	8,2	7,1	8,9
Décembre								
2005	10,1	11,8	7,2	9,6	6,8	8,9	7,3	7,6
Janvier	10,1	10,1	7,2	8,4	6,6	8,3	7,3	7,3
Février	9,4	9,0	7,2	8,0	6,5	8,7	7,6	9,3
Mars	9,7	10,0	7,5	8,9	6,9	9,0	7,4	8,0
Avril								

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 2 juin 2005

DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 15
Dépôts à vue

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)							
	Ménages et assimilés	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales	Autres agents	Total	
	(a)			(b)	(c)	Encours	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	Avril	204,7	112,9	35,3	352,8	19,6	372,4
	Mai	202,2	118,2	34,4	354,7	19,0	373,7
	Juin	206,0	118,9	33,3	358,2	20,0	378,2
	Juillet	211,8	118,0	34,0	363,9	18,4	382,4
	Août	207,3	114,2	34,2	355,7	16,3	371,7
	Septembre	206,5	117,2	36,8	360,5	17,2	377,7
	Octobre	211,0	114,4	38,0	363,4	20,8	384,1
	Novembre	206,0	116,6	41,1	363,7	18,3	382,0
	Décembre	212,9	124,2	47,8	384,9	17,5	402,4
2005	Janvier	210,0	118,8	51,3	380,1	19,0	399,1
	Février	206,8	118,9	48,4	374,1	18,3	392,4
	Mars	209,4	124,6	43,9	377,9	19,4	397,3
	Avril	217,6	123,1	44,3	385,0	17,6	402,6

(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

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 16
Comptes sur livret

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)									
	Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	Total	
								Encours	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	Avril	111,8	15,7	37,1	44,5	54,6	5,7	91,4	360,8
	Mai	111,4	15,6	37,0	44,4	54,7	5,7	91,7	360,5
	Juin	110,8	15,7	36,9	44,3	54,7	5,7	92,5	360,7
	Juillet	111,0	15,8	37,2	44,5	54,8	5,8	94,8	363,7
	Août	111,3	15,9	37,5	44,6	55,0	5,9	97,0	367,3
	Septembre	111,0	15,9	37,4	44,4	55,1	6,0	97,3	367,0
	Octobre	110,7	15,9	37,6	44,6	55,3	6,0	98,4	368,6
	Novembre	110,6	15,9	37,8	44,7	55,4	6,0	98,8	369,1
	Décembre	113,5	16,3	38,5	45,7	56,7	6,1	100,7	377,5
2005	Janvier	114,3	16,5	39,2	46,6	56,4	6,1	104,0	383,1
	Février	114,0	16,5	39,1	46,6	56,3	6,2	104,4	383,1
	Mars	113,9	16,5	39,2	46,7	56,3	6,1	105,0	383,7
	Avril	114,3	16,6	39,4	47,0	56,3	6,1	107,0	386,8

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

		Ménages et assimilés	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales	Autres agents	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
							Encours	Total
							Taux de croissance annuel	
		(a)			(b)	(c)		
2001	Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	
2002	Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003	Décembre	20,4	23,3	0,4	44,1	5,5	49,6	- 16,9
2004	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	18,6	22,8	0,3	41,7	3,8	45,5	- 7,7
2005	Janvier	18,9	23,7	0,3	42,9	3,1	46,0	- 1,6
	Février	18,9	24,4	0,2	43,5	3,4	46,8	- 3,2
	Mars	18,9	25,0	0,3	44,2	3,2	47,4	4,7
	Avril	19,2	25,4	0,3	44,9	4,6	49,5	7,5

> 2 ans

		Ménages et assimilés			Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales	Autres agents	(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)	
		PEL	PEP	Autres				Encours	Total
								Taux de croissance annuel	
					(b)	(c)			
2001	Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5 - 0,8
2002	Décembre	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3 2,1
2003	Décembre	216,7	46,0	16,4	9,9	0,1	289,0	10,3	299,3 4,9
2004	Avril	217,4	44,1	16,4	11,8	0,0	289,8	11,1	300,9 3,9
	Mai	217,3	43,7	16,7	11,8	0,0	289,5	11,1	300,6 3,6
	Juin	216,8	43,2	16,8	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	224,2	42,5	15,9	13,1	0,0	295,8	10,6	306,4 2,3
2005	Janvier	225,3	42,4	16,4	13,5	0,0	297,6	10,6	308,2 2,5
	Février	224,9	41,9	16,2	13,5	0,0	296,5	10,6	307,1 2,6
	Mars	224,4	41,4	16,8	13,6	0,0	296,3	10,2	306,6 2,0
	Avril	224,1	40,9	17,0	13,6	0,0	295,6	10,2	305,9 1,7

(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

Réalisé le 2 juin 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	Total		
	Banques	CDC et Caisse nationale d'épargne	Établissements spécialisés		Encours	Taux de croissance annuel	
	(a)	(a)	(b)		(c)		
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,2
2002	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
2003	Décembre	984,3	115,2	200,5	18,4	1 318,4	6,0
2004	Avril	1 019,1	117,8	197,6	17,4	1 351,9	6,1
	Mai	1 022,2	119,3	198,3	16,8	1 356,7	6,8
	Juin	1 027,3	121,8	201,3	17,7	1 368,1	7,2
	Juillet	1 033,3	119,8	201,9	17,1	1 372,2	7,5
	Août	1 031,4	121,8	201,8	17,3	1 372,3	7,9
	Septembre	1 041,6	114,8	201,8	17,2	1 375,3	7,8
	Octobre	1 051,9	112,2	202,0	17,7	1 383,9	7,7
	Novembre	1 060,6	102,2	205,8	18,1	1 386,8	7,1
	Décembre	1 087,7	102,9	195,0	18,2	1 403,7	7,3
2005	Janvier	1 090,1	102,9	193,3	18,1	1 404,3	6,7
	Février	1 094,0	103,0	192,7	17,8	1 407,5	6,2
	Mars	1 105,2	103,4	194,4	18,1	1 421,0	7,2
	Avril	1 113,0	102,8	194,0	18,7	1 428,5	6,2

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

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

(c) Banque de France, OPCVM monétaires et institutions financières 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	Décembre	1 103,5	6,1	119,2	- 3,2	1 222,8	5,2
2002	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	Décembre	1 176,2	5,3	142,2	12,5	1 318,4	6,0
2004	Avril	1 213,0	5,3	138,9	13,6	1 351,9	6,1
	Mai	1 217,0	6,2	139,7	12,6	1 356,7	6,8
	Juin	1 222,9	6,3	145,3	14,8	1 368,1	7,2
	Juillet	1 228,9	6,7	143,3	14,4	1 372,2	7,5
	Août	1 225,6	7,0	146,7	16,4	1 372,3	7,9
	Septembre	1 233,3	7,3	142,0	12,0	1 375,3	7,8
	Octobre	1 247,2	7,8	136,7	7,0	1 383,9	7,7
	Novembre	1 254,3	7,6	132,5	1,7	1 386,8	7,1
	Décembre	1 264,0	8,3	139,7	- 0,5	1 403,7	7,3
2005	Janvier	1 268,6	7,3	135,8	1,2	1 404,3	6,7
	Février	1 274,5	7,2	133,0	- 2,6	1 407,5	6,2
	Mars	1 291,7	9,1	129,3	- 8,9	1 421,0	7,2
	Avril	1 299,7	7,8	128,8	- 7,2	1 428,5	6,2

Réalisé le 2 juin 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

		(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Investissement	Trésorerie	Autres objets	Total
				Encours	Taux de croissance annuel
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8 3,3
2002	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0 2,8
2003	Décembre	207,1	136,6	171,2	514,8 - 1,1
2004	Avril	208,4	143,1	173,1	524,6 - 0,1
	Mai	208,5	141,4	173,1	523,1 0,6
	Juin	209,6	139,4	176,8	525,9 1,2
	Juillet	211,4	141,3	177,4	530,1 2,4
	Août	211,9	141,0	177,5	530,5 2,8
	Septembre	212,2	141,8	176,7	530,7 3,9
	Octobre	212,9	144,2	177,9	535,0 4,4
	Novembre	213,8	141,4	178,0	533,2 4,1
	Décembre	216,3	144,4	180,9	541,5 6,0
2005	Janvier	218,0	143,0	177,2	538,2 4,6
	Février	217,7	140,3	178,6	536,7 4,8
	Mars	218,4	144,5	180,4	543,4 6,3
	Avril	218,8	149,6	184,1	552,5 6,2

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

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages

Répartition par objets de financement

		(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)			
		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total
				Encours	Taux de croissance annuel
		(a)		(b)	
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9 6,1
2002	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8 7,1
2003	Décembre	385,5	113,7	81,3	580,5 7,8
2004	Avril	398,3	113,8	82,2	594,4 8,3
	Mai	401,6	114,3	82,5	598,4 8,6
	Juin	408,0	116,2	82,7	606,8 9,4
	Juillet	414,7	116,2	82,9	613,8 9,6
	Août	418,4	115,4	83,0	616,8 9,9
	Septembre	421,3	115,8	83,4	620,5 9,4
	Octobre	424,7	116,4	82,8	623,9 9,3
	Novembre	427,5	117,4	83,1	628,1 9,5
	Décembre	432,3	118,7	82,1	633,0 9,5
2005	Janvier	435,7	117,7	82,6	635,9 9,5
	Février	438,9	117,5	83,0	639,3 9,4
	Mars	443,3	119,9	83,2	646,5 9,8
	Avril	446,6	120,0	83,4	649,9 9,8

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

(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.

Réalisé le 2 juin 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	Taux de croissance annuel		
2001	Décembre	56,2	240,1	296,3	24,2
2002	Décembre	42,6	253,4	296,1	1,0
2003	Décembre	34,3	272,0	306,3	5,1
2004	Avril	44,2	261,9	306,1	- 0,7
	Mai	47,5	266,1	313,6	- 0,1
	Juin	43,5	264,6	308,1	- 1,8
	Juillet	44,0	264,6	308,6	- 1,5
	Août	45,2	263,6	308,8	- 1,4
	Septembre	43,6	263,0	306,6	- 0,3
	Octobre	43,2	264,6	307,8	0,0
	Novembre	39,8	265,1	304,9	- 0,4
	Décembre	35,6	261,4	297,1	- 1,8
2005	Janvier	44,0	260,0	304,0	0,2
	Février	46,1	256,7	302,8	- 0,7
	Mars	44,6	259,2	303,8	1,0
	Avril	48,6	258,9	307,5	1,8

Réalisé le 2 juin 2005

DESM – Sesof – Tél. 01 42 92 29 80

Tableau 22

Endettement des administrations publiques sur les marchés

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)					
		≤ 1 an	> 1 an	Total	Taux de croissance annuel
		Encours	Taux de croissance annuel		
2001	Décembre	52,4	635,2	687,7	5,8
2002	Décembre	88,2	657,5	745,7	8,5
2003	Décembre	108,7	720,9	829,6	11,3
2004	Avril	108,2	741,2	849,4	8,7
	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	7,2
2005	Janvier	99,2	791,0	890,2	7,0
	Février	99,8	814,1	913,9	9,1
	Mars	99,4	826,5	926,0	8,4
	Avril	95,9	821,2	917,1	8,0

Réalisé le 2 juin 2005

DESM – Sesof – Tél. 01 42 92 29 80

Tableau 23
Endettement intérieur total (EIT)
 Répartition par agents

		(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)				
		Ménages et assimilés	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total	
		(a)			Taux de croissance annuel	
2001	Décembre	525,6	1 074,4	850,7	2 450,7	7,3
2002	Décembre	559,6	1 093,2	916,2	2 569,0	5,4
2003	Décembre	598,5	1 097,1	983,4	2 678,9	6,4
2004	Avril	613,0	1 115,9	997,2	2 726,1	4,9
	Mai	616,6	1 124,2	1 010,0	2 750,8	4,7
	Juin	625,3	1 119,9	1 034,0	2 779,3	5,5
	Juillet	632,5	1 126,0	1 019,2	2 777,8	5,7
	Août	635,6	1 128,8	1 024,1	2 788,5	6,1
	Septembre	639,3	1 130,7	1 029,5	2 799,6	5,9
	Octobre	642,7	1 139,1	1 023,9	2 805,7	5,8
	Novembre	647,0	1 130,1	1 035,0	2 812,2	6,0
	Décembre	652,8	1 132,0	1 039,3	2 824,2	6,1
2005	Janvier	656,2	1 136,3	1 036,3	2 828,8	6,2
	Février	659,9	1 134,3	1 057,3	2 851,6	6,6
	Mars	665,9	1 142,8	1 065,4	2 874,1	6,5
	Avril	669,5	1 156,3	1 056,2	2 882,1	6,5

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

Réalisé le 2 juin 2005
 DESM – Sesof – Tél. 01 42 92 29 80

Tableau 23 (suite)

Endettement intérieur total (EIT) (suite)

Répartition par instruments

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

	Encours	Taux de croissance annuel			
		Avril 2005	Décembre 2003	Décembre 2004	Mars 2005
Endettement intérieur total	2 882,1	6,4	6,1	6,5	6,5
Ménages et assimilés (a)	669,5	7,8	9,5	9,7	9,6
≤ 1 an	38,1	4,2	3,5	6,7	5,9
> 1 an	631,5	8,1	9,9	9,9	9,9
Sociétés non financières	1 156,3	1,7	4,5	5,2	5,2
≤ 1 an	425,8	- 1,3	7,8	9,5	9,4
> 1 an	730,5	3,3	2,7	2,9	2,9
Administrations publiques	1 056,2	11,3	5,9	6,0	5,9
≤ 1 an	122,6	28,9	- 7,6	- 15,7	- 18,3
> 1 an	933,7	8,3	8,2	9,8	10,2
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 383,7	4,3	6,8	6,1	6,3
Ménages et assimilés (a)	669,5	7,8	9,5	9,7	9,6
≤ 1 an	38,1	4,2	3,5	6,7	5,9
> 1 an	631,5	8,1	9,9	9,9	9,9
Sociétés non financières	583,9	- 1,3	5,7	6,0	5,9
≤ 1 an	151,3	- 3,3	4,3	9,8	10,0
> 1 an	432,6	- 0,6	6,2	4,9	4,5
Administrations publiques (c)	130,3	13,0	- 0,6	- 8,7	- 6,8
≤ 1 an	17,8	55,2	- 9,9	- 45,5	- 47,5
> 1 an	112,5	0,3	1,3	2,3	6,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	273,8	4,3	8,8	8,6	8,1
Financements de marchés	1 224,6	9,6	4,8	6,5	6,3
Sociétés non financières	307,5	5,1	- 1,8	1,0	1,8
≤ 1 an	48,6	- 20,2	3,9	8,0	9,4
> 1 an	258,9	9,5	- 2,5	- 0,1	0,4
Administrations publiques	917,1	11,3	7,2	8,4	8,0
≤ 1 an	95,9	23,3	- 6,8	- 8,7	- 11,3
> 1 an	821,2	9,7	9,3	10,9	10,8

(a) Ménages + Institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) IF (Institutions financières) = Institutions financières monétaires + Autres intermédiaires financiers (CNA, CNT, comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires, fonds communs de créances)

(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Depuis juillet 2003, La Poste a complètement cessé de déposer les fonds des CCP auprès du Trésor public.

(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sesof – Tél. 01 42 92 29 80

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	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
	Mars	2,25	2,56	2,06	2,62
	Avril	2,25	2,53	2,05	2,53

(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.

Réalisé le 2 juin 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 25
Coût du crédit

		(taux mensuels moyens en %)		
		Découverts aux ménages	Crédits à l'habitat aux ménages (a)	Crédits aux sociétés non financières (b)
				(c)
2001	Décembre	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	0,00	0,00	0,00
2003	Décembre	10,92	4,15	3,21
2004	Avril	10,67	4,12	3,13
	Mai	10,43	3,91	3,45
	Juin	10,72	3,94	3,54
	Juillet	10,73	3,98	3,66
	Août	11,08	3,96	3,49
	Septembre	9,87	4,05	3,56
	Octobre	9,64	3,97	3,49
	Novembre	9,61	3,96	3,51
	Décembre	9,97	3,89	3,60
2005	Janvier	10,04	3,86	3,43
	Février	10,26	3,84	3,44
	Mars	10,16	3,70	3,52
	Avril	10,11	3,68	3,43

NB : Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux. Nouvelles statistiques de taux d'intérêt résultant de la collecte mise en place début 2003. Des séries longues seront publiées prochainement

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure 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

Réalisé le 2 juin 2005

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														1 514
Valeur nominale														860
Prix d'émission														103,91
Émission brute														654
OATi 2,5 % Juillet 2013 personnes physiques														1 617
Valeur nominale														0
Prix d'émission														115,96
Émission brute														113,62
OAT 4 % octobre 2014														0
Valeur nominale														4 037
Prix d'émission														102,70
Émission brute														4 146
OAT 4 % octobre 2014 personnes physiques														21
Valeur nominale														104,72
Prix d'émission														22
OAT 3,5 % Avril 2015														15 368
Valeur nominale														6 870
Prix d'émission														99,16
Émission brute														6 812
OAT 3,5 % Avril 2015 personnes physiques														15 256
Valeur nominale														17
Prix d'émission														99,58
Émission brute														26
OAT€i 1,6 % Juillet 2015														18
Valeur nominale														520
Prix d'émission														100,37
Émission brute														759
OAT€i 2,25 % Juillet 2020														643
Valeur nominale														1 297
Prix d'émission														101,92
Émission brute														522
OAT 3,75 % Avril 2021														83
Valeur nominale														788
Prix d'émission														102,84
Émission brute														810
OAT 3,75 % Avril 2021														4 343
Valeur nominale														100,00
Prix d'émission														4 343
Émission brute														4 343
OATi 3,4 % Juillet 2029														1 051
Valeur nominale														434
Prix d'émission														132,96
Émission brute														617
OAT 4,75 % Avril 2035														1 194
Valeur nominale														2 629
Prix d'émission														108,03
Émission brute														2 840
OAT 4 % Avril 2055														6 000
Valeur nominale														100
Prix d'émission														6 000
Émission brute														6 000
TOTAL														
Valeur nominale	8 418	14 385	5 020	6 282	5 658									39 763
Émissions brutes	8 907	14 368	5 056	6 232	5 746									40 309
Amortissements	0	0	0	17 412	0									17 412
Émissions nettes	8 907	14 368	5 056	- 11 180	5 746									22 897
TOTAL CUMULÉ 2005														
Valeur nominale	8 418	22 803	27 823	34 105	39 763									
Émissions brutes	8 907	23 275	28 331	34 563	40 309									
Amortissements	0	0	0	17 412	17 412									
Émissions nettes	8 907	28 331	28 331	17 151	22 897									
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

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

Tableau 28

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

Nom de l'émetteur	Renvoi n °	Code secteur	Montant (a)	(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 3,75 % 25 avril 2021	1	95	4 343,00	100,00	3,75		25.04.2021	10.05.2005
OAT 3,5 % 25 avril 2015 PP	2	95	18,82	102,57	3,50	3,19	25.04.2015	25.05.2005
OAT 2,50 % 25 juillet 2013 PP	3	95	0,02	117,49	2,50	0,96	25.07.2013	25.05.2005
OATI 2,50 % juillet 2013	4	95	723,52	110,63	2,50	1,13	25.07.2013	24.05.2005
OAT€i 1,6 % 25 juillet 2015	5	95	661,00	102,80	1,60	1,30	25.07.2015	24.05.2005
Société générale 3,9 % mai 05 TSDD	6	32	99,93	99,93	3,90	3,91	13.05.2017	13.05.2005
Ingenico 2,75 % mai 05 Océanes	7	28	80,00	100,00	2,75	2,75	01.01.2012	05.05.2005
CRH 4,10 % mai 2005	8	65	451,80	103,86	4,10	3,65	25.10.2015	09.05.2005
Société générale TV mai 2005	9	32	75,00	100,00	DIV		17.05.2013	18.05.2005
Société générale TV mai 2005	9	32	75,00	100,00	DIV		17.05.2010	18.05.2005
DMA 4 % mai 2005 OF EMTN	10	49	210,70	105,35	4,00		26.01.2011	24.05.2005
CFF 2,75 % mai 2005 OF EMTN	11	49	252,13	100,85	2,75		02.11.2007	27.05.2005
Natexis Banques populaires TV mai 2005	33		998,96	99,90	3XM		04.07.2007	30.05.2005
TOTAL			7 989,88					
<i>(Pour mémoire coupon couru)</i>								
			31,08					

(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

Réalisé le 3 juin 2005
DBDP – Serib – Tél. 01 42 92 49 09

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en mai 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 **OAT 3,50 % avril 2015 destinées aux personnes physiques. Assimilation** le 25 avril 2005 à « l'OAT 3,50 % avril 2015 » (ISIN FR0010163543)
- 3 **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 0,00418 euro par obligation. Assimilation le 25 juillet 2005 à « l'OAT 2,50 % juillet 2013 » (ISIN FR0000188955)
- 4 **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 (1,04893 au 24 mai 2005). **Remboursement** le 25 juillet 2013 à un prix correspondant au montant nominal (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation
- 5 **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 le coefficient d'indexation (1,01075 au 24 mai 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
- 6 Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD)
- 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 4 mai 2005 jusqu'au 24 décembre 2011. **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 31 décembre 2011. Amortissement anticipé au gré du détenteur (AGD) de tout ou partie de ses obligations le 1^{er} janvier 2009 ou le 1^{er} janvier 2010
- 8 Assimilation immédiate à l'emprunt « CRH 4,10 % octobre 2015 » (ISIN FR0010134379). **Exceptionnellement**, le premier terme d'intérêt payable le 25 octobre de chaque année sera proportionnel et s'élèvera à 3,785 % pour 337 jours d'intérêts.
- 9 **Taux d'intérêt variable** : indexé sur une sélection d'actions émises en euros par Société générale
- 10 **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)
- 11 **Obligations foncières émises dans le cadre du programme euro medium terms notes (EMTN).** Assimilation immédiate à l'emprunt « Compagnie de financement foncier 2,75 % novembre 2004 » le 27 mai 2005 (ISIN FR00100128785)

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		
	Avril	4 mois	Année	Avril	4 mois	Année	Mars	Avril	4 mois	Mars	Avril	4 mois
Émissions en euros	21,6	94,7	256,1	- 4,5	9,8	71,6	23,1	20,6	109,5	13,4	- 7,7	32,5
Administrations publiques	12,5	58,7	144,6	- 4,0	21,0	63,2	15,0	12,0	67,8	12,0	- 6,2	31,0
dont : <i>État</i>	12,3	58,5	132,0	- 4,1	20,9	55,6	10,3	11,3	56,6	7,3	- 7,0	20,1
Institutions financières monétaires	6,6	26,0	81,3	2,3	4,2	19,4	4,3	7,2	31,7	- 1,0	- 1,2	4,7
Institutions financières non monétaires	0,0	0,4	2,2	- 0,3	- 1,3	- 0,7	0,3	0,1	0,8	0,0	0,1	- 0,2
Sociétés non financières	2,5	9,6	27,9	- 2,6	- 14,1	- 10,4	3,5	1,2	9,2	2,4	- 0,4	- 3,0
Émissions en devises	4,2	12,0	32,9	3,6	6,1	16,1	2,9	2,5	11,0	0,7	1,0	5,4
Administrations publiques	0,3	0,3	5,0	0,3	- 0,1	4,5	0,3	1,0	2,5	0,3	1,0	2,5
Institutions financières monétaires	3,1	9,1	22,1	2,5	4,0	8,6	2,5	1,4	7,5	0,7	0,1	3,4
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	0,7	2,7	5,8	0,7	2,2	3,0	0,1	0,2	1,0	- 0,3	0,0	- 0,5

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

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} juin 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	Février	Mars	Avril
Titres en euros	1 205,0	1 317,0	1 384,5	1 410,4	1 423,7	1 415,9
Administrations publiques	655,0	718,8	781,6	806,4	818,3	812,0
dont : <i>État</i>	627,9	676,9	732,0	751,3	758,6	751,7
Institutions financières monétaires	306,0	332,6	350,0	356,9	355,9	354,8
Institutions financières non monétaires	31,1	31,8	31,2	30,9	30,9	31,0
Sociétés non financières	212,8	233,7	221,6	216,2	218,6	218,1
Titres en devises	108,0	104,7	115,8	122,1	124,3	126,2
Administrations publiques	2,5	2,1	6,4	7,8	8,2	9,2
Institutions financières monétaires	64,2	63,8	69,2	73,4	75,1	75,6
Institutions financières non monétaires	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Sociétés non financières	40,6	38,3	39,8	40,5	40,6	40,8

Source : Banque de France

Réalisé le 1^{er} juin 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										
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	193,0	61,9	47,5	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	5,7	15,7	0,0	1,1	360,2
Février	193,8	70,5	46,7	29,0	2,6	5,8	16,1	0,0	0,7	365,2
Mars	186,3	68,6	46,7	31,8	2,5	5,8	14,9	0,1	0,8	357,5
Avril	203,1	73,7	46,0	32,2	2,7	6,0	17,3	0,0	0,6	381,6
Mai	196,0	76,5	45,6	35,5	3,1	6,1	16,5	0,1	0,6	380,0

(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

Réalisé le 9 juin 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 2003 (r)	Mars 2004 (r)	Juin 2004 (r)	Septembre 2004 (r)	Décembre 2004 (r)
Encours des non-résidents (a)					
en milliards d'euros					
1. Actions cotées (b)					
Source : Enquête-titres	305,7	312,8	313,8	306,7	340,6
Source : Position extérieure	395,7	401,3	402,9	393,1	417,3
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	399,6	421,1	431,8	439,4	445,4
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	205,3	217,4	209,9	221,5	233,2
Source : Position extérieure	220	233,8	234,7	244,4	252,3
2.2. Bons du Trésor (c)					
Source : Position extérieure	179,5	187,3	197,1	195	193,1
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	100,1	114,5	109,6	110,1	111,7
Source : Position extérieure	247,8	246,7	240,4	242,6	245,3
Part des non-résidents en % (d)					
1. Actions cotées					
Source : Enquête-titres	34,5	34,6	35,8	36	37,9
Source : Position extérieure	39,9	39,1	40,1	38,4	38,6
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	47,3	47,5	48,6	48,6	49,1
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	41,4	42,5	41,1	42,2	43,5
Source : Position extérieure	39,0	39,0	40,0	39,7	40,6
2.2. Bons du Trésor					
Source : Position extérieure	63,9	65,4	65,3	67,3	67,6
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	25,5	28,3	28,2	28,9	28,2
Source : Position extérieure	46,9	50,8	49,5	50,4	50,3
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB					
1. Actions cotées	64,0	65,3	63,1	63,6	66,5
2. Dette publique négociable	54,5	56,5	55,9	56,3	55,8
3. Autres obligations (hors État)	34,1	31,0	30,5	30,0	30,0

(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

(f) Chiffres révisés – Source : Position extérieure

Source : Banque de France

Réalisé le 7 avril 2005

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	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		
	Mars	15 445	2 885	2 355	175		
	Avril	15 242	2 499	1 990	91	38	474

Source : Banque de France

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

Tableau 34
Titres d'OPCVM
Encours

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Avril 2004	Décembre 2004	Mars 2005	Avril 2005
Sicav	324,7	286,2	287,7	290,8	246,0	243,0	247,5
Monétaires	139,6	147,0	145,0	151,0	133,6	133,2	139,2
Obligations	56,3	49,9	44,9	44,9	37,1	34,7	35,3
Actions	89,7	61,5	69,2	69,6	51,4	52,5	50,5
Diversifiés	38,7	27,4	28,2	24,9	23,8	22,6	22,4
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	700,0	760,5	810,6	823,9
Monétaires	118,1	156,9	183,5	215,8	218,2	233,4	244,5
Obligations	82,4	97,8	118,7	126,0	150,2	162,5	165,6
Actions	79,5	64,8	86,0	101,6	133,0	145,1	142,0
Diversifiés	158,3	153,7	175,4	194,4	192,0	200,6	201,7
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	10,8	11,9	12,6
Garanties	37,2	46,5	58,0	62,3	0,6	0,5	0,3
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	55,6	56,7	57,2
OPCVM	800,2	805,9	909,3	990,8	1 006,5	1 053,7	1 071,3
Monétaires	257,7	303,9	328,5	366,8	351,8	366,5	383,7
Obligations	138,7	147,7	163,6	170,8	187,3	197,3	200,8
Actions	169,2	126,3	155,2	171,3	184,5	197,6	192,5
Diversifiés	197,0	181,1	203,6	219,3	215,8	223,2	224,1
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	10,9	11,9	12,7
Garanties	37,6	46,9	58,4	62,7	0,6	0,5	0,3
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	55,6	56,7	57,2

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 23 mai 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 59 81

Rendement annuel des titres d'OPCVM

	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Avril 2004	Décembre 2004	Mars 2005	Avril 2005
OPCVM monétaires	4,3	3,2	2,3	2,0	1,9	2,0	2,0
OPCVM obligataires	4,9	7,2	4,1	3,7	5,4	3,9	5,6
OPCVM actions	- 19,2	- 31,7	14,8	23,1	9,3	10,6	6,3
OPCVM diversifiés	- 6,6	- 14,1	7,8	10,8	4,9	4,1	3,2

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 23 mai 2005
DESM – Sasm – Tél. 01 42 92 59 81

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	2005			
					Janvier	Février	Mars	Part
Target	1 305	1 553	1 650	1 715	1 857	1 860	1 910	89
Transfrontière	507	486	537	564	617	625	652	30
Domestique	798	1 067	1 114	1 151	1 240	1 235	1 258	59
Systèmes nets	442	262	249	241	236	227	240	11
PNS	88	78	71	68	63	61	66	3
EAF	—	—	—	—	—	—	—	—
SEPI	1	1	1	1	2	2	2	0
POPS	0	2	2	2	0	0	0	0
Euro 1 (ABE)	205	188	175	171	171	164	172	8
TOTAL	1 747	1 814	1 899	1 956	2 093	2 087	2 150	100

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	2001	2002	2003	2004	2005			
					Janvier	Février	Mars	Part
Target	211 282	253 016	261 328	267 258	260 286	273 021	299 694	58
Transfrontière	45 273	53 858	59 825	65 074	63 788	66 428	72 161	14
Domestique	166 009	199 158	201 503	202 185	196 498	206 593	227 533	44
Systèmes nets	200 604	174 147	190 505	194 387	191 278	202 429	220 360	42
PNS	31 512	29 686	28 764	27 077	26 784	26 591	27 967	5
EAF	50 991	—	—	—	—	—	—	—
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 178	1 997	2 025	2 160	0
POPS	nd	2 592	2 401	2 179	—	—	—	0,0
Euro 1 (ABE)	112 727	134 905	152 350	160 953	162 497	173 813	190 233	37
TOTAL	411 886	427 163	451 834	461 646	451 564	475 450	520 054	100

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

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

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

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

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

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 11 mai 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	2005	Janvier	Février	Mars	Moyenne
Target	345	357	378	419	466	476	485	88	
Transfrontière (en émission)	75	69	75	81	91	93	96	17	
(Transfrontière en réception)	(75)	(69)	(76)	(81)	(91)	(93)	(96)	(17)	
Domestique (TBF)	270	288	302	338	375	383	389	71	
PNS	88	78	71	68	63	61	66	12	
TOTAL	434	435	449	486	529	537	551	100	

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)								
	2001	2002	2003	2004	2005	Janvier	Février	Mars	Moyenne
Target	14 966	14 958	15 155	15 458	15 271	15 775	17 988	39	
Transfrontière (en émission)	5 309	6 471	6 802	7 385	7 503	7 873	8 548	19	
(Transfrontière en réception)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 706)	(7 661)	(7 947)	(8 609)	(19)	
Domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 073	7 768	7 902	9 440	21	
PNS	31 512	29 686	28 764	27 077	26 784	26 591	27 967	61	
TOTAL	46 478	44 644	43 918	42 535	42 055	42 366	45 955	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	2005	Janvier	Février	Mars	Part
Titres français négociables	12,0	10,7	10,8	12,3	13,8	16,4	16,0	45,6	
Créances privées (PGI-TRICP)	10,9	8,4	7,0	6,4	6,7	6,9	6,7	19,1	
Titres mobilisés par le CCBM	2,2	2,2	4,2	7,4	8,8	8,9	7,5	21,4	
Titres mobilisés par les liens	1,9	3,5	3,3	4,6	4,8	5,6	4,9	14,0	
TOTAL	27,3	24,8	25,3	30,7	34,1	37,8	35,1	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 11 mai 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	2005	Janvier	Février	Mars
France	433	435	453	449	529	537	551	25,6
Target transfrontière	75	69	75	81	91	93	96	4,5
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	375	383	389	18,1
PNS	88	78	71	68	63	61	66	3,1
Allemagne	457	489	511	504	525	520	539	25,1
Target transfrontière	131	129	141	143	153	159	163	7,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	164	360	364	345	372	361	376	17,5
EAF	162	—	—	—	—	—	—	—
Espagne	209	250	278	276	304	305	285	13,3
Target transfrontière	20	18	20	23	24	22	22	1,0
Target domestique (SLBE)	188	231	255	265	278	281	261	12,1
SEPI	1	1	1	1	2	2	2	0,1
Italie	107	99	98	97	110	110	122	5,7
Target transfrontière	39	34	33	32	34	34	38	1,8
Target domestique (BI-REL)	67	64	64	76	76	76	84	3,9
Royaume-Uni	118	111	123	122	137	141	151	7,0
Target transfrontière	91	85	93	101	105	112	117	5,4
Target domestique (Chaps Euro) (a)	27	26	29	26	32	29	34	1,6
Autres	432	437	451	457	488	474	502	23,3
TOTAL	1 756	1 821	1 899	1 955	2 093	2 087	2 150	100,0

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	2001	2002	2003	2004	2005	Janvier	Février	Mars
France	46 478	44 644	43 918	42 535	42 055	42 366	45 955	8,9
Target transfrontière	5 309	6 471	6 802	7 385	7 503	7 873	8 548	1,7
Target domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 073	7 768	7 902	9 440	1,8
PNS	31 512	29 686	28 764	27 077	26 784	26 591	27 967	5,4
Allemagne	158 866	125 070	128 670	131 497	127 970	132 915	144 637	27,9
Target transfrontière	14 715	16 852	18 035	19 236	18 101	19 029	21 041	4,1
Target domestique (ELS puis RTGS+)	93 160	108 218	110 635	112 261	109 869	113 886	123 596	23,9
EAF	50 991	—	—	—	—	—	—	—
Espagne	15 780	19 065	20 114	18 538	19 440	20 277	21 079	4,1
Target transfrontière	1 230	1 731	2 340	2 761	2 959	3 143	3 435	0,7
Target domestique (SLBE)	9 175	10 369	10 784	11 599	14 484	15 109	15 484	3,0
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 178	1 997	2 025	2 160	0,4
Italie	40 208	37 696	36 985	35 068	29 763	34 681	42 800	8,3
Target transfrontière	5 334	6 173	6 746	7 278	6 594	7 449	8 007	1,5
Target domestique (BI-REL)	34 874	31 523	30 239	27 790	23 169	27 232	34 793	6,7
Royaume-Uni	10 156	14 370	16 834	18 127	18 880	18 743	20 365	3,9
Target transfrontière	6 503	9 555	11 392	12 809	13 296	13 164	14 154	2,7
Target domestique (Chaps Euro) (a)	3 653	4 815	5 442	5 318	5 584	5 579	6 211	1,2
Autres	140 399	186 317	205 313	215 880	211 459	224 442	243 058	46,9
TOTAL	411 886	427 163	451 834	461 646	449 567	473 424	517 894	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 11 mai 2005
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Bulletin officiel de la Banque de France

n° 78 (juin 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

- DR n° 2143 du 22 avril 2005 : Organisation de l'Inspection générale
- DR n° 2144 du 27 avril 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 mars 2005
 - au premier trimestre 2005

- Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
 - en mars 2005
 - additif pour février 2005

- Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement habilités à exercer en France
 - au premier trimestre 2005

Commission bancaire

- Accord entre la Commission bancaire et la China Banking Regulatory Commission concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel
- Déclaration commune entre la Commission bancaire et l'Office of Thrift Supervision concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel

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

Banque de France

- Adjudication d'obligations assimilables du Trésor
- Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées
- Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
- Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

¹ Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40
Les demandes d'abonnement à la publication, 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		
La position extérieure de la France en 2004	Dir. de la Balance des paiements – Semex	32 83
La balance des paiements de la France à fin 2004	Dir. de la Balance des paiements – Semex	51 93/56 45
Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères	Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 21/49 53
Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ?	Dir. des Relations internationales et européennes – SRE	70 58
Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004	Dir. de la Conjoncture – Sesia	29 17
Résumé d'étude		
Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005	Dir. des Études et des Statistiques monétaires	91 62/34 34

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 :
Dépôt légal : Juin 2005