

N° 89

---

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

---

MAI 2001

---





# Sommaire

	Page
<b>Éditorial</b>	
<b>L'endettement dynamique des entreprises reflète des conditions de financement toujours souples dans la zone euro</b>	5
<b>Actualité</b>	
<b>1. La situation économique de la France</b>	7
<b>2. La monnaie, les placements et les financements</b>	19
<b>3. Les marchés de capitaux</b>	33
<b>4. Chronologie</b>	45
<b>Études</b>	
<b>La contribution des technologies de l'information et de la communication à la croissance française</b>	47
<b>Les conditions d'équilibre sur le marché des biens</b>	61
<b>Les comptes financiers de la Nation en 2000</b>	
<b>nouvelle accélération des financements au secteur privé</b>	75
<b>Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 2001</b>	85
<b>Résumés d'analyses et d'enquêtes</b>	
Les marchés mondiaux de matières premières au premier trimestre 2001	93
Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2001	94
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2000	95
<b>Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i></b>	97
<b>Statistiques</b>	99

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

*Achevé de rédiger le 22 mai 2001*

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



## **L'endettement dynamique des entreprises reflète des conditions de financement toujours souples dans la zone euro**

En France et dans la zone euro, l'endettement des entreprises a connu une accélération prononcée de 1998 à 2000.

En 2000, la progression de l'endettement des sociétés non financières françaises s'établit à environ 13 %, contre une croissance de la valeur ajoutée brute du secteur de 4,6 % (en valeur). Leur taux d'endettement, à 106 %, se situe désormais à un niveau très proche des plus hauts niveaux enregistrés au début des années quatre-vingt-dix. L'endettement bancaire a crû de près de 9 % en 2000, alors que les fonds levés par émissions de titres de dette ont affiché un taux de croissance de 22 %.

Cette évolution s'explique en partie par le creusement du besoin de financement des entreprises françaises, particulièrement marqué en 2000 (il atteint – 27 milliards d'euros soit 1,9 % du PIB), à rapprocher des forts investissements de 1999 et 2000 (respectivement 130 puis 141 milliards d'euros) et de la nette reprise du stockage en 2000. Alors que leur taux de marge est resté stable à un niveau satisfaisant, c'est bien le dynamisme de l'investissement productif qui explique l'essentiel du recul de près de 20 points depuis le sommet de 1998 de leur taux d'autofinancement, qui s'inscrit désormais à 82,5 % en 2000. En outre, les entreprises françaises procèdent à d'importants achats d'actions (fusions/acquisitions) et renforcent leurs trésoreries.

Une montée de l'endettement des sociétés non financières s'observe également dans la zone euro avec une croissance de 10 % en 2000, le taux d'endettement des entreprises non financières augmentant de quelque 10 points de PIB dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Cela est d'autant plus notable que la zone euro dans son ensemble n'avait pas connu le mouvement de désendettement enregistré en France au milieu des années quatre-vingt-dix. Le recours accru à l'endettement en 1999-2000 dans la zone euro finance la reprise de l'investissement, mais aussi l'acquisition d'actifs incorporels (UMTS) et financiers (actions, surtout).

Aux États-Unis, par contraste, la progression du ratio d'endettement, qui rejoint en 2000 son précédent sommet de 1989, se modère en fin d'année. Ce décalage entre zone euro et États-Unis peut-être rapproché de perspectives de croissance désormais plus vigoureuses en Europe qu'aux États-Unis. Il est en partie la conséquence de conditions de financement qui ont été rendues plus difficiles jusqu'à la fin de l'année 2000, les mécanismes de marché accompagnant le resserrement de la politique monétaire américaine : les conditions du crédit bancaire ont été durcies, comme en attestent les enquêtes du Système de réserve fédéral, et l'accès aux marchés est devenu plus onéreux, comme le mesure l'accroissement des « spreads ». La stabilité de l'investissement et le brusque déstockage devraient, au début de l'année 2001, amplifier la décélération de l'endettement, en dépit de l'assouplissement prononcé de la politique monétaire.

Dans la zone euro, la croissance de l'endettement des entreprises non financières s'est encore accélérée en 2000, notamment les crédits bancaires : + 10 % en 2000, contre une

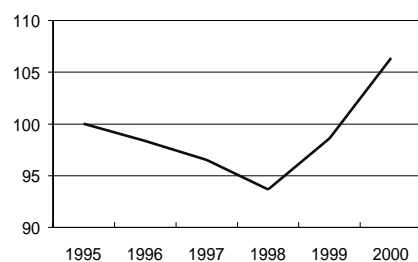
tendance de + 7 % par an en 1998-1999. En outre, en 1999 et plus encore en 2000, les entreprises de la zone euro ont eu fortement recours aux financements désintermédiés, qui ont constitué 20 % des flux nets en 2000, contre 10 % pour les encours. Cependant, dans la zone euro, ces financements de marché sont encore loin d'atteindre le niveau de développement qui est le leur aux États-Unis.

En 1999-2000, les entreprises de la zone euro ont ainsi fait jouer l'effet de levier pour financer la reprise de l'investissement productif et les restructurations industrielles et financières, comme on l'avait constaté dans les années quatre-vingt-dix aux États-Unis.

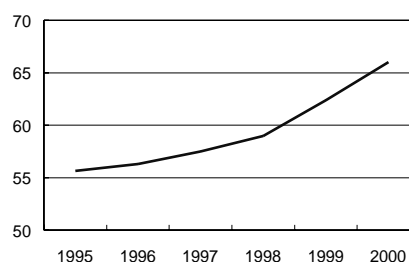
Les entreprises de la zone euro bénéficient de conditions de financement avantageuses qui leur permettent de financer aisément non seulement leurs investissements productifs, leurs besoins de fonds de roulement et les restructurations engagées au sein de la zone euro, mais aussi de considérables acquisitions en dehors de la zone.

### Endettement des sociétés non financières

France :  
crédits bancaires et titres de dettes/VA  
(en %)



Zone euro :  
crédits totaux et titres de dettes/PIB  
(en %)



Sources : Banque de France – Eurostat  
Calculs : Banque de France

# 1. La situation économique de la France

## 1.1. L'économie réelle

*Après une nette accélération en fin d'année 2000, la croissance devrait ralentir au premier semestre 2001*

La publication des résultats détaillés du produit intérieur brut portant sur le quatrième trimestre a confirmé qu'à la fin de l'année 2000 l'activité avait été très soutenue dans l'ensemble des branches, à l'exception de l'énergie.

La croissance du PIB, aux prix de 1995 et en données cvs-cjo, sur ce trimestre a, d'ailleurs, été révisée de + 0,1 point, à + 1,0 %.

En moyenne, la progression du PIB en 2000 a ainsi été réestimée en légère hausse, à 3,3 %, contre 3,2 % selon la précédente estimation. Les données publiées pour 1999 et 1998 ont également été modifiées, en raison de l'intégration dans les comptes trimestriels des révisions contenues dans les comptes annuels définitifs 1998 et semi-définitifs 1999 et de la réestimation des coefficients de correction des jours ouvrables et des coefficients saisonniers. Ainsi, selon les données actuellement disponibles, la croissance du produit intérieur brut a atteint 3,0 % en 1999 (chiffre révisé de - 0,2 point) et 3,5 % en 1998 (3,3 % selon l'estimation précédente).

Au total, le rythme de croissance de l'économie française s'établissait, en glissement annuel, à 3,0 % à la fin du quatrième trimestre 2000, contre 3,2 % le trimestre précédent (chiffres révisés de + 0,2 point) et 3,7 % un an auparavant.

*Au premier trimestre 2001, l'activité dans l'industrie et dans la construction devrait avoir décéléré, la demande intérieure restant néanmoins très dynamique, de même que l'activité dans les services.*

*Au deuxième trimestre 2001, selon les premières informations conjoncturelles disponibles, ces tendances semblent se confirmer.*

*L'activité industrielle s'est nettement modérée*

La publication de l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie de l'INSEE a confirmé le ralentissement de l'activité industrielle, anticipé dès le mois de février par l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France.

Ce mouvement a été, au premier trimestre, surtout sensible dans le secteur des biens intermédiaires, qui apparaît, comme au second semestre 1998, être le premier secteur touché par le repli des commandes étrangères.

En outre, à la fin du premier trimestre 2001, les carnets de commandes dans l'industrie étaient, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France et l'INSEE, à leur plus bas niveau depuis la mi-1999.

Au total, à la fin du mois de février 2001, l'acquis de croissance pour le premier trimestre de l'indice de la production industrielle n'était que de 0,1 %, selon les données publiées par l'INSEE.

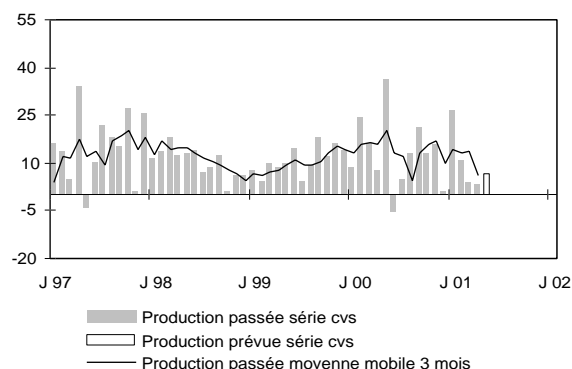
Dans la zone euro, malgré le léger rebond mensuel enregistré en février (+ 0,4 %, après - 1,7 % en janvier), le rythme de croissance, en glissement annuel, de la production industrielle apparaît également moins vigoureux (3,8 % sur un an pour l'ensemble de la zone, contre 5,4 % le mois précédent et 8,1 % à la fin de l'année 2000).

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête européenne de conjoncture publiée début mai, l'indicateur de confiance des industriels a continué de se replier à la fin du premier trimestre.

En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle, qui s'était stabilisée en mars, n'a globalement pas varié.

### Production dans l'industrie

(solde d'opinions)



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

Aux États-Unis, le taux de chômage a continué son mouvement de remontée. En avril 2001, il s'est établi à 4,5 %, soit son niveau le plus élevé depuis octobre 1998. Le Système fédéral de réserve a poursuivi sa politique de détente des conditions monétaires en procédant à la quatrième baisse (2 points au total) de ses taux directeurs depuis le début de l'année, ramenant le taux des fonds fédéraux à 4,5 % le 18 avril. Toutefois, la période sous revue a été marquée par des signes d'amélioration de la situation économique : redressement de l'indice NAPM manufacturier en mars, augmentation de l'indice de confiance des consommateurs et de la production industrielle en mars pour la première fois depuis septembre 2000 et surtout publication des comptes du premier trimestre qui font ressortir une croissance trimestrielle du PIB de 0,5 %, supérieure aux anticipations du marché.

La situation économique japonaise continue d'être très fragile. La croissance du PIB au quatrième trimestre a été révisée à la baisse (0,7 %, contre 0,8 % initialement). Après un rebond en février, la production industrielle s'est de nouveau contractée en mars (-2,1 % en variation mensuelle). Du côté de la demande, des signes de faiblesse sont également perceptibles : le glissement annuel des dépenses réelles de consommation est étale en février ; en mars, les ventes dans les grands magasins se sont contractées de 3,1 % sur un an. Le taux de chômage s'est stabilisé en février et mars à un niveau de 4,7 %, soit très légèrement en deçà du record historique de 4,9 % observé en fin d'année dernière. La Banque du Japon n'a pas modifié son taux d'escompte depuis la baisse intervenue à la fin du mois de février.

Au Royaume-Uni, le ralentissement perceptible au dernier trimestre de l'année dernière a été confirmé par l'estimation préliminaire de la croissance du PIB au premier trimestre 2001 : 0,3 %, soit le chiffre le plus faible depuis le quatrième trimestre 1998. La faiblesse des tensions sur les prix, tout au moins à court terme, ne s'est pas démentie : le glissement annuel des prix à la consommation (hors coût des crédits hypothécaires) a été de 1,9 % en mars. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a procédé le 10 mai à la troisième détente de son taux de refinancement depuis février dernier, pour le ramener à 5,25 %, soit son plus bas niveau depuis la fin de 1999.

Dans la zone euro, certains signes d'un ralentissement de l'activité ont pu être notés. L'indicateur global de confiance calculé par la Commission européenne s'est replié en avril pour la quatrième fois consécutive. Le repli est notamment imputable à la dégradation des anticipations des entrepreneurs. Dans le même temps, le taux d'utilisation des capacités de production a poursuivi son mouvement de repli, revenant de 84,4 % en fin d'année dernière à 83,7 % à la fin du premier trimestre 2001 ; il n'en demeure pas moins à un niveau historiquement élevé. La production industrielle a continué de ralentir, son glissement annuel se réduisant de 5,4 % en janvier à 3,8 % en février. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a progressé de 2,6 % en glissement annuel au mois de mars, tout comme en février. Le processus de décélération graduelle de M3 s'est poursuivi : sa croissance annuelle a été en moyenne de 4,8 % au cours du premier trimestre 2001.

Compte tenu de la modération de la croissance des agrégats monétaires et de la réduction des risques inflationnistes à moyen terme dans la zone euro, la Banque centrale européenne a annoncé, le 10 mai 2001, une baisse de 25 points de base de ses taux directeurs.

Enfin, s'agissant des échanges extérieurs de la zone euro, le solde courant a accusé un déficit de 13,8 milliards d'euros au quatrième trimestre 2000.

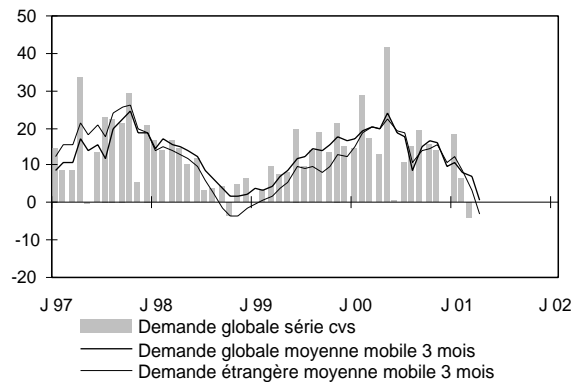


Les secteurs de l'automobile et des biens de consommation ont toutefois progressé, tandis que l'industrie agro-alimentaire se redressait.

La demande globale a peu évolué. À l'exportation, le courant d'ordres en provenance des États-Unis et, dans une moindre mesure, de l'Asie s'est affaibli ; la demande européenne, à l'exception de celle de l'Allemagne, demeure soutenue. La demande interne reste, dans l'ensemble, bien orientée, mais les commandes interindustrielles sont jugées moins vigoureuses en raison, notamment, du repli de certains secteurs comme la téléphonie.

### Demande dans l'industrie

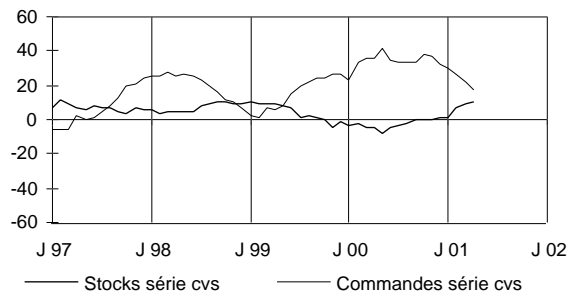
(solde des opinions)



Les carnets de commandes continuent de se réduire, particulièrement dans les biens intermédiaires, mais sont toujours jugés correctement garnis. Les stocks excèdent légèrement le niveau désiré, sauf dans les industries agro-alimentaires, où ils sont bien adaptés.

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

(solde des opinions)



*L'activité apparaît également moins bien orientée dans le bâtiment, mais elle a accéléré dans les services marchands au premier trimestre*

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois mois de janvier, février et mars a en effet diminué de 6,0 % par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés s'inscrit, quant à lui, en hausse de 3,7 % sur ces trois mêmes mois par rapport à la même période de 2000. L'évolution des locaux non résidentiels continue d'apparaître dynamique : les bâtiments industriels commencés au cours des trois mois sus-visés progressent de 6,4 % sur un an (+ 10,6 % pour les bureaux comme pour les commerces) et les autorisations de construire des bâtiments industriels sont en hausse de 8,3 % (trois mois par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente).

Dans les services, selon les chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE début avril, l'activité est apparue très vigoureuse au premier trimestre 2001, sous l'effet, principalement, d'une accélération dans les services aux entreprises. Les perspectives pour les prochains mois apparaissent, toutefois, moins favorables.

*La vigueur de la consommation des ménages devrait soutenir la croissance au premier semestre*

Les dépenses des ménages en produits manufacturés se sont en effet accrues de 2,3 % sur l'ensemble du premier trimestre 2001, soit la plus forte progression enregistrée depuis le troisième trimestre 1999. Au quatrième trimestre 2000, elles avaient augmenté de 0,4 %. Par rapport au premier trimestre 2000, elles ont progressé de 3,9 % (3,5 % le trimestre précédent et 5,7 % un an auparavant).

Sur le seul mois de mars, elles ont nettement rebondi (+ 1,3 %), après la légère baisse enregistrée en février (- 0,1 %). Toutes les composantes des dépenses en produits manufacturés sont en hausse sur le mois, comme sur un an. En particulier, les achats de biens durables apparaissent très dynamiques (+ 1,8 % en mars, après + 0,2 % en février, soit 7,2 % en glissement annuel).

En avril, les immatriculations de voitures neuves sont restées bien orientées, progressant de 3,3 % par rapport au mois précédent (données cvs-cjo). À un an d'intervalle, le marché enregistre une hausse de 8,7 % en données brutes et 3,3 % en données cjo. En cumul

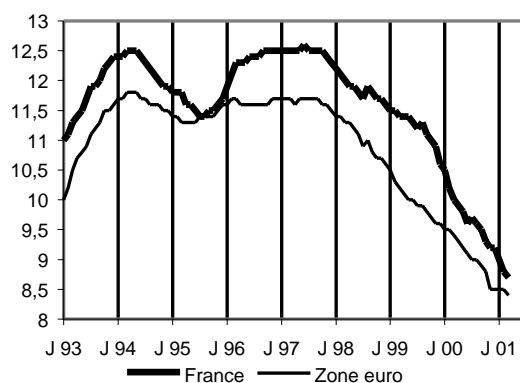
depuis le début de l'année, les immatriculations ont augmenté de 4,4 % par rapport à la période correspondante de 2000.

Cette bonne orientation de la demande des ménages a été permise par les gains de pouvoir d'achat enregistrés à la fin de l'année 2000 (+ 3,8 % selon l'INSEE sur le seul quatrième trimestre 2000) grâce au ralentissement du rythme de progression de l'inflation et aux baisses d'impôts — vignette automobile et taxe d'habitation principalement — ainsi qu'à la décru du taux de chômage.

Au premier trimestre 2001, le taux de chômage a, en effet, de nouveau fortement reculé (- 0,5 point en glissement entre la fin 2000 et la fin du premier trimestre 2001, après - 0,3 point le trimestre précédent), pour atteindre 8,7 % de la population active en mars, soit son plus bas niveau depuis septembre 1983. Sur un an, la baisse du taux de chômage est de 1,3 point.

#### Taux de chômage au sens du BIT

(en pourcentage)



Sources : DARES et Eurostat

Le nombre des demandeurs d'emploi ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois (catégorie 1) s'est replié de 0,6 % en mars (soit - 13 100 personnes). Cette diminution touche toutes les catégories de demandeurs d'emploi (- 0,5 % pour les moins de 25 ans, - 0,6 % pour les 25 à 49 ans et - 1,0 % pour les 50 ans et plus), à l'exception des hommes de moins de 25 ans (+ 0,3 %).

Sur un an, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 a diminué de 14,9 %, soit - 363 300 personnes. Au total, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 s'est établi à 2 079 400 personnes.

Parallèlement, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a diminué de 0,9 % sur le mois (soit - 23 300 personnes). Sur un an, il baisse de 14,1 % (- 414 400 personnes), pour s'établir à 2 529 200 personnes.

Cette diminution du chômage va de pair avec la persistance d'importantes difficultés de recrutement dans l'industrie en France. Selon les données de l'INSEE, au premier trimestre 2001, ces difficultés ont enregistré un léger repli (- 2 points, pour la première fois depuis le premier trimestre 1999), mais elles restent néanmoins supérieures de plus de 25 points à leur moyenne de longue période et continuent d'affecter une majorité d'entreprises manufacturières (56 %).

Dans la zone euro, le taux de chômage (au sens du BIT) a diminué de 0,1 point en mars 2001, à 8,4 % de la population active, ce qui représente un recul de 0,6 point sur un an.

Par ailleurs, au premier trimestre 2001, les gains de pouvoir d'achat devaient encore être importants, en raison, notamment, d'une accélération prévisible des salaires nominaux. En effet, selon les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE, les salaires ont enregistré au cours de cette période leur plus forte hausse trimestrielle (+ 0,8 %) depuis le deuxième trimestre 1992.

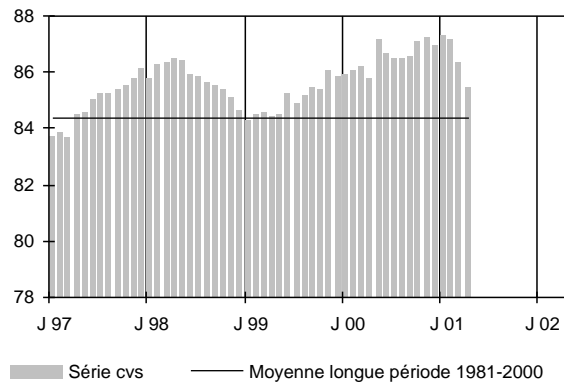
#### *La croissance de l'investissement des entreprises devrait être moins soutenue début 2001, en raison du desserrement des contraintes sur l'offre*

Selon les séries révisées de l'enquête trimestrielle de l'INSEE, les goulots de production dans l'industrie manufacturière ont diminué dès le quatrième trimestre 2000. Ils atteignaient, en fin d'année, 36 % des entreprises interrogées (chiffre révisé de - 4 points) et se sont de nouveau réduits au premier trimestre 2001 pour s'établir à 31 % (33 % un an auparavant) : début 2001, seuls les goulots de personnel étaient en hausse sur un an, à 11 % des entreprises interrogées (6 % un an auparavant et 11 % le trimestre précédent). Les goulots d'équipement diminuaient de 3 points sur un an, à 11 %, et les goulots d'approvisionnement continuaient leur mouvement de repli pour s'établir à 7 % (9 % au quatrième trimestre 2000 et 8 % un an auparavant).

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois d'avril, l'appareil productif apparaît moins sollicité au début du deuxième trimestre. Après une baisse de 0,6 point au premier trimestre, le taux d'utilisation des capacités de production a en effet enregistré un repli marqué en avril (- 0,89 point sur le mois), pour s'établir à 85,47 %, soit son plus bas niveau depuis le mois d'octobre 1999. En variation sur un an, le taux d'utilisation des capacités de production est en légère baisse (- 0,33 point, contre + 1,38 point en avril 2000), mais il demeure encore supérieur à sa moyenne de longue période (84,39 %).

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

(en pourcentage)



Aussi, selon les banquiers interrogés par la Banque de France dans le cadre de l'enquête financière portant sur le premier trimestre 2001, les dépenses d'investissement ont-elles nettement décéléré au cours des premiers mois de l'année, leur rythme de croissance étant le plus faible enregistré depuis le deuxième trimestre 1997. Selon les banquiers interrogés, de nombreux projets d'investissement ont, en effet, été repoussés, en raison des incertitudes pesant sur l'évolution de l'environnement international.

Au total, au premier trimestre, la croissance du PIB devrait rester vigoureuse (0,7 % environ selon les estimations de l'indicateur synthétique d'activité — ISMA — et 0,8 % selon l'INSEE), grâce au dynamisme de la demande des ménages et à la vigueur de l'activité dans le secteur des services.

Au deuxième trimestre, le ralentissement de l'activité pourrait être prononcé, en raison, notamment, d'une moins bonne tenue de l'activité dans les biens d'équipement et dans les services marchands.

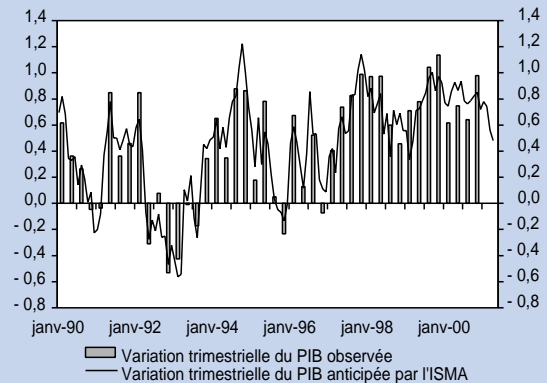
Selon les chefs d'entreprise interrogés début mai par la Banque de France, l'activité ne devrait que faiblement augmenter au cours des prochains mois. D'après l'indicateur mensuel d'activité (ISMA), établi à partir des réponses obtenues, le produit intérieur brut n'augmenterait ainsi que de 0,5 % au deuxième trimestre, soit une estimation revue à la baisse de 0,1 point. L'acquis de croissance pour l'année est néanmoins inchangé à + 2,4 %.

*Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) établi d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France*

*Selon cet indicateur, le PIB pourrait progresser de 0,5 % au deuxième trimestre (évaluation révisée de - 0,1 point), après une hausse de l'ordre de 0,7 % au premier trimestre. À la fin du premier semestre 2001, sous ces hypothèses, l'acquis de croissance pour l'année pourrait atteindre + 2,4 % (estimation inchangée).*

**Évolution de l'ISMA et du PIB**

(en variation trimestrielle, en %)



*Les facteurs liés à la demande se sont assez nettement tassés en avril avec le repli du niveau des carnets de commandes.*

*Le deuxième trimestre devrait donc être marqué par une décélération du rythme de croissance de l'économie française.*

## 1.2. L'évolution des prix

### La hausse des prix de détail atteint 1,8 % en glissement annuel en avril 2001

En avril, l'indice brut des prix à la consommation a progressé de 0,5 % (0,4 % le mois précédent et 0 % un an auparavant), soit 1,8 % en glissement annuel (1,3 % le mois précédent et un an auparavant).

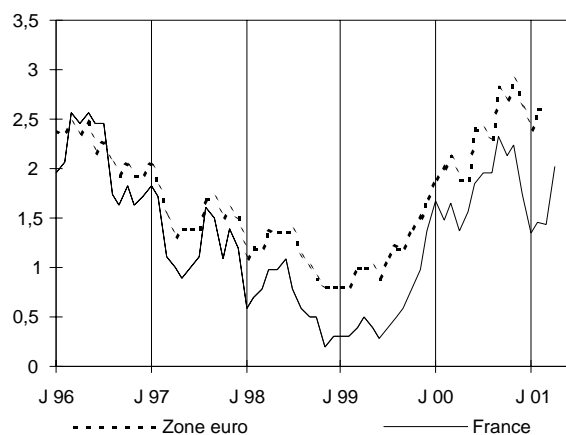
En données désaisonnalisées, l'indice des prix à la consommation (IPC) est en hausse de 0,4 % sur le mois et de 1,9 % sur un an (contre 1,4 % le mois précédent).

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est, quant à lui, accru de 0,6 % sur le mois (+ 2,0 % sur un an, contre + 1,4 % le mois précédent et un an auparavant).

Par ailleurs, l'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente a progressé de 0,2 % en avril (après + 0,1 % le mois précédent). Son glissement annuel est de nouveau en léger repli, à 1,5 %, après 1,6 % en mars.

### Indice des prix à la consommation harmonisé

(en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE et Eurostat

La hausse des prix à la consommation résulte principalement du renchérissement des prix de l'alimentation, conjugué à un redressement des prix des produits pétroliers. Les prix des autres services et des transports et communications sont également en hausse assez nette.

Les prix alimentaires ont augmenté de 1,0 % en avril 2001 (contre 0,8 % en avril 2000) et leur glissement annuel accélère de nouveau, à 4,8 %, contre 4,5 % le mois précédent et 1,5 % seulement un an auparavant. De fait, les prix des produits frais ont enregistré une hausse de 2,6 % en avril, après 4,7 % en mars et contre 4,1 % un an auparavant. Sur un an, ils ont augmenté de 7,0 %, contre 8,6 % le mois précédent et - 0,3 % en avril 2000. Les prix de l'alimentation hors produits frais ont progressé de 0,8 % sur le mois (0,7 % le mois précédent et 0,3 % en avril 2000), soit + 4,4 % sur douze mois, après 3,9 % (1,8 % un an auparavant), en raison, notamment, d'une nouvelle hausse des prix des viandes.

Les prix des produits manufacturés y compris énergie se sont accrus de 0,3 % en avril (0,9 % sur un an, après 0,3 %).

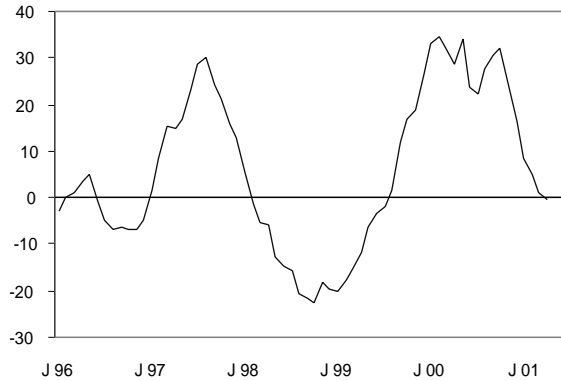
- Les prix des produits manufacturés hors énergie ont augmenté de 0,1 % sur le mois (- 0,1 % en avril 2000) et leur glissement annuel est de 0,7 % (0,5 % le mois précédent et - 0,3 % un an auparavant). En raison de la fin des promotions sur les chaussures, les prix de l'habillement-chaussure se sont accrus de 0,4 % sur le mois (+ 0,3 % en avril 2000) et enregistrent une progression annuelle de 0,5 %, après 0,4 % le mois précédent et 0 % en avril 2000. Les prix des autres produits manufacturés se sont accrus de 0,1 % sur le mois (0,3 % le mois précédent et - 0,3 % un an auparavant). Les prix des produits de santé ont augmenté de 0,1 % sur le mois, mais diminuent de 0,7 % sur un an.
- Les prix de l'énergie se sont accrus de 1,0 % sur le mois (1,5 % sur un an, après - 0,6 %), sous l'effet d'une hausse de 1,7 % des prix des produits pétroliers (0,2 % en glissement annuel).

En avril, l'indice Banque de France, qui reflète le coût des matières premières importées par la France, y compris pétrole, a progressé d'un mois sur l'autre de 2,77 % en monnaie nationale (11,75 % sur un an, contre 0,86 % le mois précédent) et de 0,76 % en dollars (soit 5,38 % sur un an, après - 4,76 %). Hors pétrole, il recule en monnaie nationale de 0,68 %, par rapport au mois précédent (- 0,41 % sur un an, après 0,89 % en mars).

Le cours du Brent s'est en effet apprécié de 3,99 % sur le mois, après le fort recul du mois précédent (- 10,87 %), cotant 25,52 dollars en moyenne (en hausse de 12,32 % sur un an, après - 9,92 % le mois précédent).

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

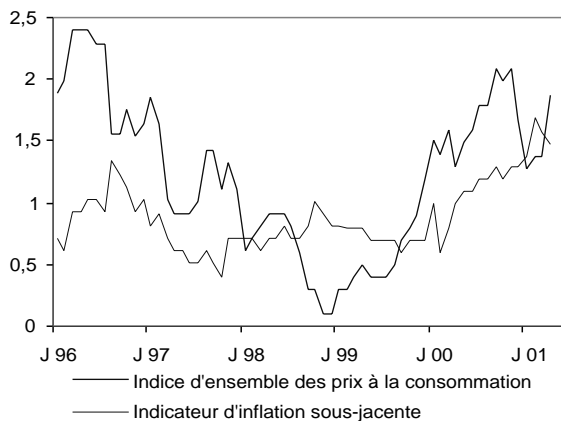
(en glissement annuel, variation en %)



Les prix des *services* ont augmenté de 0,4 % sur le mois (stabilité en avril 2000) et de 1,3 % sur un an, après 0,9 % en mars et contre 0,3 % en avril 2000. Les prix de l'ensemble loyer et eau sont restés stables (0,3 % sur douze mois), alors que ceux des services de santé progressaient de 0,1 % (-0,1 % sur un an). Les prix des transports et télécommunications se sont accrus de 0,7 % sur le mois, soit -0,7 % sur un an (-3,3 % en mars) et ceux des autres services ont augmenté de 0,6 % (2,3 % sur un an, après 2,0 % en mars).

**Indice des prix à la consommation et de l'inflation sous-jacente**

(données cvs, en glissement annuel, variation en %)



Source : INSEE

Dans la zone euro, la hausse des prix s'est stabilisée en mars, l'augmentation annuelle de l'IPCH atteignaient 2,6 % (contre 2,1 % en mars 2000).

**Le mouvement de décélération des prix de vente industriels s'est poursuivi en mars**

En mars, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie sont restés inchangés, après une progression de 0,2 % en février. Leur rythme de progression sur un an a continué de se replier (2,8 %, après 3,5 % en février). En glissement trimestriel, ils ont diminué de 0,1 % entre décembre 2000 et mars 2001.

Les prix de vente de l'industrie hors énergie et IAA n'ont également pas varié en mars, après une hausse de 0,1 % en février. Leur progression sur un an atteint 2,3 %, contre 2,5 % en février. Sur le premier trimestre, ils ont augmenté de 0,6 %, en glissement.

Les prix de vente industriels des biens intermédiaires sont restés inchangés en mars, après une hausse de 0,1 % en février. Leur glissement annuel a continué de ralentir pour atteindre 3,7 %, après 4,0 %. Sur le premier trimestre, en glissement, ils ont néanmoins augmenté de 0,7 %.

Par ailleurs, les prix des produits énergétiques ont assez nettement fléchi au premier trimestre 2001 (-4,9 % en glissement trimestriel, après -4,0 % le trimestre précédent). Sur le seul mois de mars, ils ont baissé de 1,2 % (+0,2 % en février) et s'inscrivent en hausse de 1,9 % sur un an, contre 6,1 % en février.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle ont augmenté de 0,1 % au mois de mars, après une hausse de 0,2 % en février. Leur glissement annuel continue de décélérer, revenant à 4,1 %, contre 4,5 % en février, cette évolution étant principalement imputable à la moindre progression des prix des biens intermédiaires (5,5 % en glissement annuel, après 6,8 % le mois précédent et 9,7 % à la fin de l'année 2000).



### 1.3. La compétitivité

#### Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

##### Évolution récente

En avril, en moyenne mensuelle, le dollar et, dans une moindre mesure, la livre sterling, se sont appréciés vis-à-vis de l'euro, tandis que le yen s'est stabilisé par rapport à la devise européenne. De leur côté, les devises de l'Asie émergente ont globalement peu varié vis-à-vis de la monnaie unique, alors que celles de l'Amérique latine se sont inscrites en hausse, en particulier le peso mexicain. Dans le même temps, la baisse de la livre turque à l'égard de l'euro s'est amplifiée.

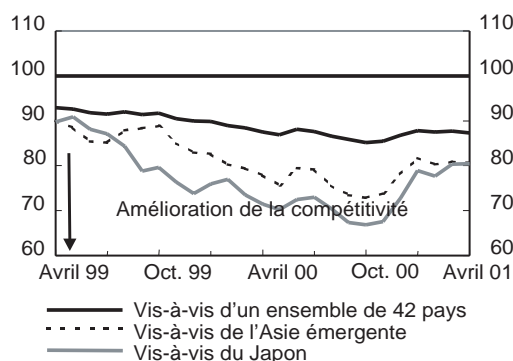
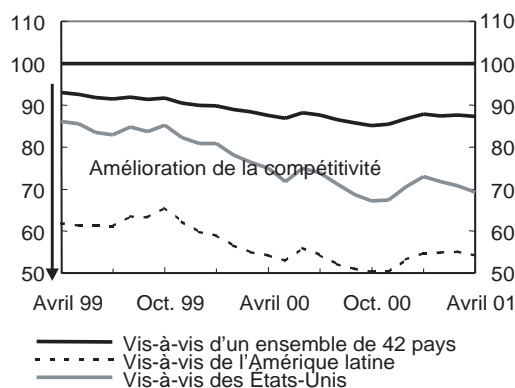
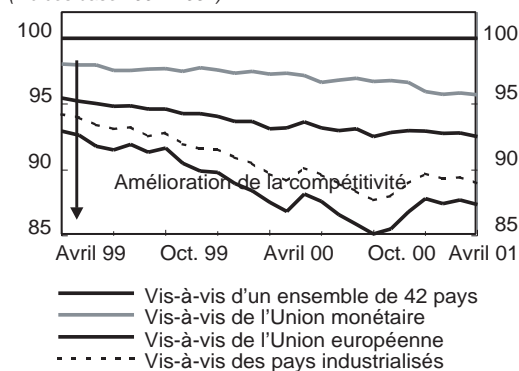
L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires<sup>1</sup> ressort à 87,4, contre 87,7 en mars (par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987).

La compétitivité des produits français est demeurée pratiquement stable par rapport à l'ensemble des partenaires de l'Union monétaire et de l'Union européenne ; elle s'est renforcée à des degrés divers vis-à-vis des autres groupes de pays.

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

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation hors effet de change

(indices base 100 = 1987)



<sup>1</sup> Union européenne (y compris la Grèce), États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

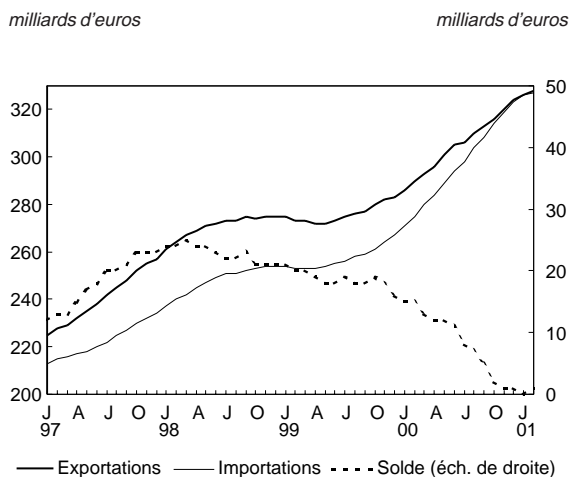
Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

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

## 1.4. Le commerce extérieur en février 2001

En février 2001, le solde de la balance commerciale (en données douanières) s'établit à + 1 milliard d'euros en données cvs (+ 0,8 milliard en données brutes). Il ressort donc en hausse de près de 0,8 milliard par rapport au mois précédent, sous l'effet conjugué d'une progression des exportations (+ 2,2 %) et d'un tassement des importations (- 0,6 %). Sur deux mois, l'excédent cumulé dépasse très légèrement celui de la même période de 2000, à 1 152 millions d'euros, contre 1 089 millions un an plus tôt.

### Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Sources : Douanes

La hausse des exportations est, en grande partie, imputable aux biens d'équipement et, plus précisément, aux ventes de matériel aéronautique, spatial et naval : livraison de deux paquebots (pour plus de 600 millions d'euros), de dix-sept Airbus et lancement d'un satellite.

Le tassement des importations est presque général : - 7% sur les produits des industries agro-alimentaires, - 3,5 % sur les produits agricoles, - 4,1 % sur les biens de consommation et les biens intermédiaires, - 1,9 % sur les produits de l'industrie automobile.

Sur le plan géographique, on observe, en particulier, que, dans un contexte de contraction des échanges, le solde avec l'Union européenne est déficitaire pour la première fois depuis plus de cinq ans (- 69 millions d'euros en données cvs). En revanche, les déficits

avec les États-Unis et le Japon diminuent légèrement (à, respectivement, - 10 millions d'euros et - 539 millions). Par ailleurs, le niveau des livraisons aéronautiques permet une réduction du déficit avec l'Asie (- 0,9 milliard d'euros, soit le montant le plus faible depuis juillet 1999), tandis que l'excédent des échanges avec l'Afrique enregistre un record à + 1 milliard d'euros, en raison de la vente de deux paquebots au Libéria.

## 1.5. La balance des paiements en février 2001 et mars

### 1.5.1. Résultats avancés de mars 2001

Selon les données transmises à la BCE, la balance des paiements avancée pour le mois de mars 2001 présenterait un excédent du *compte de transactions courantes*, de 2,8 milliards d'euros en données brutes et de 2,7 milliards en données cvs, en léger retrait par rapport au mois précédent. *Le solde commercial douanier cvs* est positif de 0,9 milliard d'euros, comme en février, dans un contexte de reflux simultané des échanges (- 3,2 % à l'exportation et - 3,5 % à l'importation). L'excédent cvs des *échanges de services* resterait également stable (à 1,5 milliard d'euros), de même que les flux de dépenses et recettes.

En données cvs, les recettes de *revenus* seraient en forte hausse, ainsi que le solde (qui atteint 2,1 milliards d'euros, contre 1,1 milliard en février), sous l'effet de rapatriements exceptionnels de bénéfices par les entreprises résidentes implantées à l'étranger. Enfin, le déficit des *transferts courants*, non désaisonnalisé, se creuserait de 0,7 milliard d'euros par rapport à février 2000, à - 1,6 milliard d'euros, comme il est habituel à cette période de l'année.

*Le compte financier* dégagerait un solde positif de 1,4 milliard d'euros, en dépit du niveau élevé des investissements directs français à l'étranger — qui atteindraient, comme en février, 9 milliards, dont 4,8 milliards au titre des opérations en capital social —, tandis que, de leur côté, les investissements directs étrangers en France s'accroîtraient fortement par rapport à février, malgré l'absence d'opération de fusion-acquisition de grande ampleur. Les *investissements de portefeuille* présenteraient à nouveau un solde créditeur (de 3,8 milliards d'euros) en mars 2001. Les placements des résidents à l'étranger

seraient caractérisés par une inversion des opérations sur actions, marquées par des ventes nettes de 0,9 milliard d'euros, un maintien des achats de valeurs obligataires et une reprise des achats de titres de marchés monétaires étrangers. En ce qui concerne les opérations des non-résidents sur titres français, le fait marquant serait constitué par une augmentation des acquisitions de titres obligataires par rapport au mois précédent, à 13,7 milliards d'euros, contre 9,8 milliards, dans un contexte d'émissions de grande ampleur sur les marchés internationaux par des entreprises résidentes. À noter, en outre, une opération de rachat de ses propres actions par une entreprise résidente, qui conduit à un solde négatif (de - 4,4 milliards d'euros) des opérations de non-résidents sur actions françaises. Au sein des *autres investissements*, la nouvelle progression des engagements nets des IFM résidentes (10,5 milliards d'euros) serait, en partie, compensée par la hausse des avoirs nets de l'ensemble des autres secteurs (5,6 milliards).

En données brutes, sur l'ensemble du premier trimestre et par comparaison avec la période correspondante de l'année 2000, l'excédent du compte de transactions courantes ne baisse que dans

des proportions limitées, à 8,5 milliards d'euros, contre 9,4 milliards. Les reculs respectifs des soldes des biens (0,9 milliard d'euros), des services (0,6 milliard) et des revenus (0,5 milliard) sont, en effet, compensés, en grande partie, par l'évolution favorable des transferts courants qui est, toutefois, temporaire et liée à une modification du calendrier des versements communautaires.

Au premier trimestre 2001, le *compte financier* fait apparaître des investissements et placements nets des résidents à l'étranger à hauteur de 5,1 milliards d'euros. Les *investissements directs* se soldent par des sorties nettes de 19,5 milliards d'euros, équivalentes à celles du premier trimestre 2000. Les *investissements de portefeuille* dégagent, à l'inverse, un solde positif de 7,7 milliards d'euros, au lieu de sorties nettes de 2,3 milliards, l'essentiel de cette évolution tenant à un doublement des achats nets de valeurs obligataires françaises par les non-résidents. Enfin, les engagements nets des IFM résidentes augmentent de 12 milliards d'euros au cours du premier trimestre 2001, ce qui correspond à un net ralentissement par rapport au rythme observé en 2000.

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

(données brutes en millions d'euros)

	Année 1999 (a)	Année 2000 (a)	Décembre 2000 (a)	Janvier 2001 (b)	Février 2001 (b)	Mars 2001 (c)	3 mois 2000 (a)	3 mois 2001 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>33 819</b>	<b>22 663</b>	<b>1 617</b>	<b>3 556</b>	<b>2 135</b>	<b>2 800</b>	<b>9 381</b>	<b>8 491</b>
<i>Biens</i>	17 604	1 722	- 115	- 1 408	621	880	1 015	93
<i>Services</i>	17 167	20 771	2 057	1 131	710	1 689	4 106	3 530
Total « Biens et services »	34 771	22 493	1 942	- 277	1 331	2 569	5 121	3 623
- Recettes	358 520	408 939	35 019	32 598	33 615	37 609	96 508	103 822
- Dépenses	323 750	386 446	33 077	32 875	32 283	35 043	91 387	100 201
Revenus	11 431	15 110	1 680	928	1 735	1 822	4 977	4 485
Transferts courants	- 12 383	- 14 940	- 2 005	2 905	- 931	- 1 591	- 717	383
<b>Compte de capital</b>	<b>1 362</b>	<b>1 478</b>	<b>184</b>	<b>- 19</b>	<b>53</b>	<b>- 2</b>	<b>680</b>	<b>32</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 31 125</b>	<b>- 30 686</b>	<b>- 10 838</b>	<b>- 8 818</b>	<b>2 327</b>	<b>1 413</b>	<b>829</b>	<b>- 5 078</b>
<i>Investissements directs</i>	- 69 033	- 139 287	- 35 394	- 5 338	- 8 430	- 5 769	- 18 387	- 19 537
- Français à l'étranger	- 113 213	- 187 211	- 39 394	- 7 048	- 9 027	- 8 999	- 19 230	- 25 074
- Étrangers en France	44 180	47 924	4 000	1 710	597	3 230	843	5 537
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 7 132	41 088	32 715	- 2 755	6 625	3 826	- 2 266	7 696
- Avoirs	- 117 776	- 104 315	- 2 500	- 17 546	- 10 624	- 8 143	- 25 833	- 36 313
- Engagements	110 644	145 403	35 215	14 791	17 249	11 969	23 567	44 009
<i>Autres investissements</i>	45 267	59 799	- 9 837	9	2 910	4 924	17 841	7 843
- Avoirs	- 20 065	135	- 17 232	- 40 236	21 514	- 9 570	1 896	- 28 292
- Engagements	65 332	59 664	7 395	40 245	- 18 604	14 494	15 945	36 135
<i>Produits financiers dérivés</i>	- 1 314	5 050	46	- 390	- 323	22	2 433	- 691
<i>Avoirs de réserve</i>	1 087	2 664	1 632	- 344	1 545	- 1 590	1 208	- 389
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>- 4 055</b>	<b>6 545</b>	<b>9 037</b>	<b>5 281</b>	<b>- 4 515</b>	<b>- 4 211</b>	<b>- 10 890</b>	<b>- 3 445</b>

(a) Chiffres définitifs  
(b) Chiffres provisoires  
(c) Résultats avancés

Source : Banque de France



### 1.5.2. La balance des paiements en février 2001 et résultats définitifs de l'année 2000

En février 2001, le *compte de transactions courantes* de la balance des paiements dégage un solde de 2,1 milliards d'euros en données brutes et de 3,2 milliards en données cvs, en forte amélioration par rapport au mois précédent (+ 1 milliard d'euros en données cvs).

Les exportations de *marchandises*, qui avaient nettement reculé en janvier, se redressent (+ 5,6 % en données désaisonnalisées), sous l'effet d'importantes livraisons de biens d'équipement (paquebots, Airbus et un satellite), tandis que les importations, également en recul au mois de janvier 2001, se stabilisent à un niveau inférieur de 3,4 % à celui des deux derniers mois 2000. En conséquence, le solde cvs des échanges de marchandises, déficitaire de 0,5 milliard d'euros en janvier, renoue avec l'excédent en février 2001 (+ 0,8 milliard).

S'agissant des *services*, on note une légère amélioration du solde cvs, à 1,6 milliard d'euros, contre 1,4 milliard en janvier, dans un contexte de tassement modéré, mais généralisé, des échanges. Une même tendance affecte les flux cvs de *revenus*, qui se replient tant en recettes qu'en dépenses. La baisse plus marquée des dépenses entraîne une remontée du solde, à 0,8 milliard d'euros, contre 0,1 milliard en janvier.

Le *compte financier* fait apparaître des entrées nettes de 2,3 milliards d'euros en février 2001, succédant à des sorties nettes de 8,8 milliards en janvier.

Par rapport au mois précédent, le solde débiteur des *investissements directs* se creuse, à - 8,4 milliards d'euros, après - 5,3 milliards, en raison du montant élevé des acquisitions et prises de participation à l'étranger, effectuées, notamment, par des entreprises résidentes des secteurs de l'énergie et de l'assurance. *A contrario*, les investissements directs étrangers en France, particulièrement en provenance de pays extérieurs à la zone euro, se replient, en restant, toutefois, supérieurs, sur les deux premiers mois 2001, aux résultats de la période correspondante de l'année 2000.

Les *investissements de portefeuille* dégagent un solde positif de 6,6 milliards d'euros, résultant d'achats nets de titres étrangers par les résidents à hauteur de 10,6 milliards (en baisse de 39 % par

rapport à janvier) et d'acquisitions nettes de titres français par des non-résidents pour 17,2 milliards (en hausse de 17 % par rapport à janvier). Les opérations sur actions, qui donnent lieu à des flux plus importants qu'en janvier, en recettes comme en dépenses, font apparaître des sorties nettes de 0,9 milliard d'euros. En revanche, les opérations sur valeurs obligataires, également dynamiques, se traduisent par des entrées nettes de 2 milliards d'euros. Par rapport au mois précédent, c'est le solde des opérations sur titres du marché monétaire qui connaît la plus grande variation, passant de - 3,7 milliards d'euros à + 5,5 milliards, suite aux ventes effectuées par les résidents sur les marchés étrangers.

Au total, les investissements directs et les investissements de portefeuille en actions se soldent par des sorties nettes de 9,3 milliards d'euros en février 2001 et de 15,3 milliards sur les deux premiers mois 2001, montant équivalent à celui des deux premiers mois 2000.

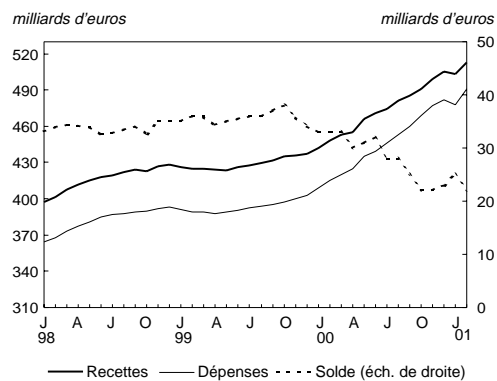
Enfin, les *autres investissements* donnent lieu à des entrées nettes de 2,9 milliards d'euros, sous l'effet d'une augmentation des engagements nets des IFM résidentes vis-à-vis de l'étranger.

La publication des données de la balance des paiements en février 2001 est accompagnée de la sortie des résultats définitifs pour l'année 2000 et d'une modification des coefficients de désaisonnalisation mensuels qui prennent en compte ces résultats.

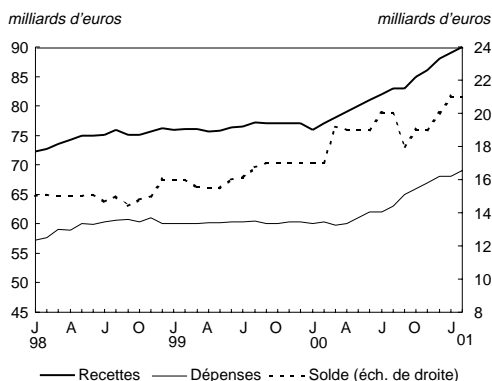
Sous l'effet des révisions apportées, notamment, aux échanges de biens et services, le solde définitif du compte de *transactions courantes* s'établit, désormais, à 22,7 milliards d'euros en 2000 (soit 1,6 % du PIB), en baisse de 3 milliards par rapport au solde provisoire publié antérieurement. S'agissant du *compte financier*, les principaux changements concernent, d'une part, les *investissements directs* français à l'étranger, réévalués à 187,2 milliards d'euros, contre 175,2 milliards selon les comptes provisoires, ce qui contribue à conforter le classement de la France au deuxième rang mondial et, d'autre part, les opérations sur instruments du marché monétaire, en créances comme en engagements, ceci ayant pour effet d'augmenter légèrement le solde créditeur des *investissements de portefeuille*. En outre, le solde des *autres investissements* a également été revu à la hausse, passant de 52,2 milliards d'euros à 59,8 milliards.

### 1.5.3. Évolution des principales rubriques de la balance des paiements

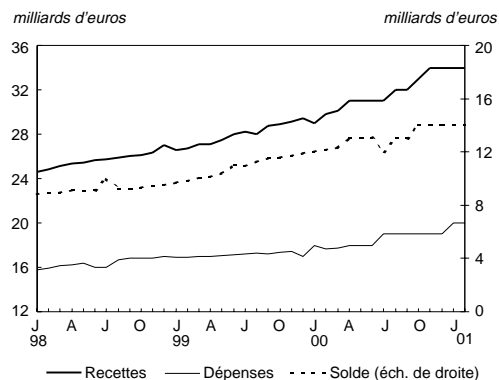
**Transactions courantes**  
Douze mois glissants



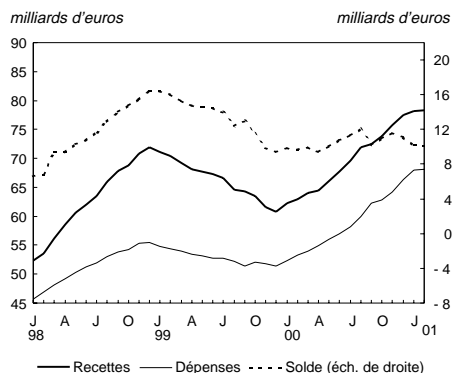
**Services**  
Douze mois glissants (cvs)



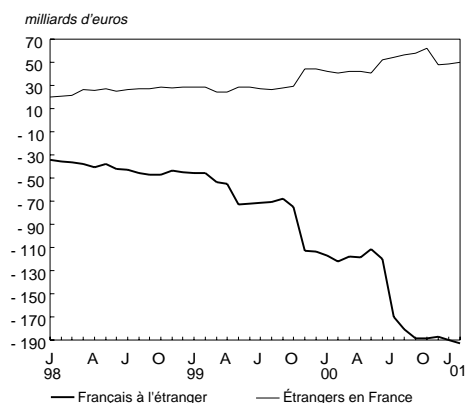
**Voyages**  
Douze mois glissants (cvs)



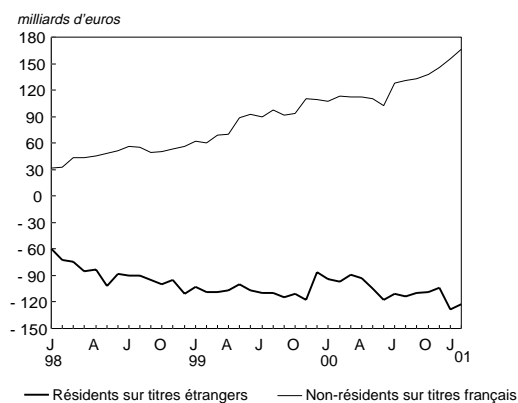
**Revenus des investissements**  
Douze mois glissants (cvs)



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



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



## 2. La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, la croissance de l'agrégat M3 s'est légèrement renforcée en mars, à 5,0 %, après 4,7 %. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3, pour la période allant de janvier à mars 2001, s'est établie à 4,8 %, sans changement par rapport à la période de décembre 2000 à janvier 2001.

Ce sont les dépôts monétaires autres que les dépôts à vue qui sont à l'origine de l'accélération de M3 en mars.

La croissance des moyens de paiement s'est très légèrement redressée en mars, à 2,1 %, après 2,0 % en février. La contraction du volume des billets et pièces en circulation s'est accélérée, confirmant la réalité d'un mouvement de déthésaurisation des encaisses à l'approche de l'introduction de l'euro fiduciaire. En contrepartie, la progression des dépôts à vue s'est légèrement accentuée, malgré leur coût d'opportunité élevé, s'écartant ainsi de la tendance au ralentissement enregistrée depuis le printemps 2000.

#### Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	Encours en milliards d'euros		Taux de croissance annuel en % (a)		Part dans la zone euro en % Mars 2001
	Mars 2001	Février 2001	Mars 2001	Mars 2001	
<b>ZONE EURO (b)</b>					
Billets et pièces en circulation	335,2	- 1,2	- 1,9		
+ Dépôts à vue	1 704,7	2,6	2,9		
<b>= M1</b>	<b>2 040,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>		
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	1 067,4	15,2	15,7		
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 269,2	- 4,6	- 3,9		
<b>= M2</b>	<b>4 376,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>		
+ Pensions	224,7	21,4	13,5		
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	118,2	27,1	32,2		
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	557,0	11,7	11,8		
<b>= M3</b>	<b>5 276,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>		
<b>Crédits au secteur privé</b>	<b>6 266,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>		
<b>Créances sur le secteur privé</b>	<b>7 117,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>		
<b>FRANCE (c)</b>					
<b>Principaux actifs monétaires</b>					
Dépôts à vue	324,7	6,0	6,6	19,0	
Comptes sur livrets	278,8	1,4	2,1	22,0	
Dépôts à terme ≤ 2 ans	61,1	48,2	43,6	5,7	
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	302,0	15,8	12,9	54,2	
<b>Crédits au secteur privé</b>	<b>1 073,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>17,1</b>	
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2 307,8</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>		
dont : Administrations publiques	811,8	4,6	3,7		
Sociétés non financières	993,6	16,7	15,2		
Ménages	502,4	6,6	5,9		

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

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

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, sauf l'endettement intérieur total qui regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers

Sources : BCE, Banque de France

La croissance des autres dépôts à court terme inclus dans *M2 – M1* s'est accrue à 4,2 % en mars, après 3,5 % en février, sous l'effet d'une progression toujours forte des dépôts à terme à moins de deux ans et d'une moindre décreue des dépôts remboursables avec un préavis de moins de trois mois. L'agrégat *M2* enregistre ainsi une reprise, à + 3,2 %, après + 2,8 %. À l'inverse, la croissance de l'agrégat *M3 – M2*, qui comprend les instruments négociables, a été un peu moins soutenue (14,9 %, après 16,0 % en février) reflétant néanmoins une demande toujours forte pour les instruments du marché monétaire, liée notamment à l'aplatissement de la courbe des taux.

Au plan des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des *financements accordés par les IFM au secteur privé* a diminué : 9,2 % en mars, après 9,6 % en février. Ce ralentissement est imputable à une progression moins forte des crédits (8,6 %, après 8,9 %) et des titres (13,5 %, après 15,3 %). Le repli des *financements octroyés aux administrations publiques* s'est atténué (- 5,4 % après - 6,1 %) et la progression des *ressources non monétaires des IFM* a été plus soutenue (4,7 %, après 4,3 %).

La *position créditrice nette des IFM vis-à-vis des non-résidents* a décriu de 31 milliards d'euros en mars. Le flux annuel net entre les IFM et les non-résidents s'est fortement redressé, passant de - 93 milliards d'euros fin février à - 49 milliards fin mars.

#### Contributions à la croissance annuelle de M3

	(en points)	
	Février 2001	Mars 2001
M3	4,7	5,0
Créances nettes sur l'extérieur	- 1,9	- 1,0
Concours au secteur privé	12,7	12,2
Concours au secteur public	- 2,6	- 2,3
Ressources non monétaires	- 3,3	- 3,6
Divers	0,0	- 0,2

Source : BCE

En France, les dépôts monétaires des résidents ont progressé en général de façon un peu plus soutenue que dans la zone euro :

- les *dépôts à vue* ont cru de 6,6 %, après + 6,0 % en février, sous l'effet de la progression des dépôts des administrations centrales, alors que l'on a observé un ralentissement aussi bien des dépôts des ménages (+ 3,5 %, après + 4,9 %) que de ceux des sociétés non financières (+ 10,8 %, après 14,4 %) ;

- la croissance des *livrets* s'est accentuée (2,1 %, après 1,4 %) ;
- celle des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* est restée très soutenue : 43,6 %, après 48,2 % en février ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires a été un peu plus forte : 14,3 %, après 11,8 %.

Les *crédits au secteur privé* ont ralenti en France, rejoignant ainsi le rythme moyen de la zone euro : + 8,6 % en mars, après + 9,2 % en février.

## 2.2. Le financement de l'économie française

### L'endettement intérieur total

La croissance de l'*endettement intérieur total* des agents non financiers, qui intègre tous les supports de dette, a ralenti en mars.

#### Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2000	Février 2001	Mars 2001
Endettement intérieur total	6,5	9,9	8,9
– Sociétés non financières	10,7	16,7	15,2
– Ménages	8,6	6,6	5,9
– Administrations publiques	1,0	4,6	3,7
	(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)		
	Mars 2000	Février 2001	Mars 2001
Endettement intérieur total	128,6	209,2	189,0
– Sociétés non financières	83,3	142,3	131,7
– Ménages	37,9	31,1	28,2
– Administrations publiques	7,5	35,8	29,0

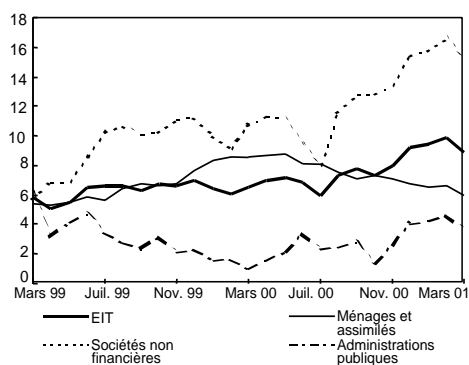
Ce ralentissement a concerné l'ensemble des secteurs :

- le rythme de progression sur un an de l'endettement des sociétés non financières a diminué, aussi bien pour les financements de marché (24,5 %, après 28,0 % en février), que pour les crédits (7,8 %, après 9,1 % en février) ;
- celui de l'endettement des administrations publiques a décéléré en raison d'un ralentissement des appels au marché et d'un repli des crédits ;

- enfin, l'endettement des ménages a également moins progressé qu'en février.

### Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



### Endettement intérieur total par sources

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Endettement intérieur total	6,5	9,9	8,9
– Crédits obtenus auprès des IF résidentes	6,8	7,0	5,8
– Crédits obtenus auprès des non-résidents	11,7	26,2	27,2
– Financements de marché	5,3	10,6	9,4
– Financements monétaires du Trésor public	2,3	9,5	8,9
(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)			
	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Endettement intérieur total	128,6	209,2	189,0
– Crédits obtenus auprès des IF résidentes	70,1	76,6	64,3
– Crédits obtenus auprès des non-résidents	16,3	41,8	43,7
– Financements de marché	41,4	87,3	77,8
– Financements monétaires du Trésor public	0,8	3,4	3,2

La décélération de la croissance de l'EIT provient autant des crédits que des financements obtenus sur les marchés.

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

Le flux des émissions d'actions réglées en numéraire observé au début de l'année 2001 s'est très nettement ralenti en mars (1,6 milliard d'euros, après 11,4 milliards en février et 8,1 milliards en janvier 2001<sup>1</sup>). Toutefois, sur le premier trimestre de l'année 2001, celles-ci se sont inscrites en augmentation de plus de 27 % par rapport à la période correspondante de 2000. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 97,4 % du montant des capitaux levés au cours des douze derniers mois.

### Émissions d'actions et de certificats d'investissements réglées en numéraire

(en milliards d'euros)

	Année 1999	Année 2000	12 mois glissants	Mars 2001
– Sociétés non financières	35,7	65,6	70,1	1,6
– Autres agents (a)	1,3	1,9	1,9	–
<b>Total émis (b)</b>	<b>37,0</b>	<b>67,5</b>	<b>72,0</b>	<b>1,6</b>
dont : Titres cotés				
Cote officielle et second marché	8,1	15,2	13,3	0,2
Appel public à l'épargne (c)	5,9	11,4	9,7	0,1

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

(b) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale

(c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de la COB

Sources : Euronext, Banque de France

En mars, la plus importante émission d'actions cotées a été effectuée par la société Rhône-Poulenc (78 millions d'euros). Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté 12,5 % de l'ensemble des opérations (5,4 % le mois précédent).

<sup>1</sup> La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

## 2.3 Les émissions de titres de dette

### L'endettement sur les marchés

La progression annuelle des encours de titres émis par les sociétés non financières et les administrations publiques a été moindre en mars 2001, plus particulièrement sur le compartiment du long terme.

#### Endettement via les marchés

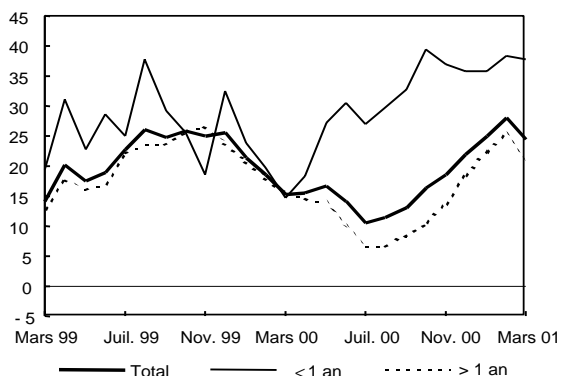
	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Endettement via les marchés	5,3	10,6	9,4
- Administrations publiques	2,4	5,2	4,6
< ou = 1 an	- 17,0	32,9	33,7
> 1 an	3,9	3,6	2,9
- Sociétés non financières	15,4	28,0	24,5
< ou = 1 an	14,6	38,4	37,7
> 1 an	15,6	25,2	20,8

(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
	Endettement via les marchés	41,4	87,3
- Administrations publiques	14,5	32,4	29,1
< ou = 1 an	- 7,4	11,3	12,2
> 1 an	21,9	21,1	16,9
- Sociétés non financières	27,0	55,0	48,8
< ou = 1 an	5,4	16,3	16,1
> 1 an	21,5	38,7	32,7

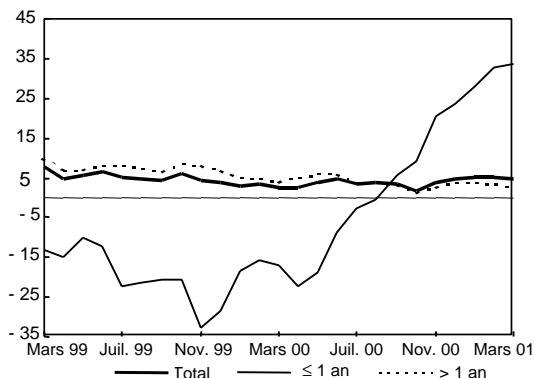
### Endettement des sociétés non financières via les marchés

(taux de croissance annuel en %)



### Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel en %)



### Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes		Encours à fin
	Année 1999	Année 2000	12 mois glissants	Avril 2001	12 mois glissants	Avril 2001
<b>Obligations</b>	<b>48,7</b>	<b>42,2</b>	<b>14,5</b>	<b>2,1</b>	<b>72,0</b>	<b>789,8</b>
- État	31,0	23,6	11,2	4,6	36,0	423,0
- Administrations publiques (hors État)	2,3	- 0,4	- 1,0	0,3	0,9	26,2
- Établissements de crédit et assimilés	- 6,6	- 0,8	- 7,7	- 2,8	17,5	203,9
- Assurances	1,5	0,4	-	-	-	2,1
- Sociétés non financières	20,5	19,4	12,1	-	17,6	134,6
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>42,5</b>	<b>30,2</b>	<b>57,9</b>	<b>10,8</b>	<b>3 320,6</b>	<b>506,9</b>
- BTF et BTAN (a)	- 8,9	9,0	23,2	9,8	149,0	211,6
- Certificats de dépôt négociables	35,4	- 3,7	18,8	4,4	2 339,6	157,6
- BMTN	- 2,4	- 2,5	- 2,2	0,1	12,4	57,4
- Billets de trésorerie	18,4	22,4	18,1	- 3,5	819,6	80,3

(a) Les émissions nettes et les encours ne tiennent pas compte des rachats effectués courant mars 2001 (données non disponibles).



Dans un contexte de sensible hausse des taux à long terme, le montant des émissions brutes obligataires des résidents sur le marché parisien réglées au cours du mois d'avril s'est établi à 7,1 milliards d'euros, en diminution de près de 53 % par rapport au mois correspondant de 2000. Compte tenu d'un montant de remboursements de 5 milliards d'euros effectués à 74 % par les établissements de crédit, les émissions nettes de la place de Paris se sont élevées à 2,1 milliards d'euros. Au cours des quatre premiers mois de l'année, le montant des capitaux levés baisse de plus de 36 % par rapport à la période correspondante de 1999. Compte tenu notamment d'importants remboursements réalisés en janvier 2001 par tous les secteurs émetteurs, le cumul des émissions nettes sur douze mois arrêté à fin avril 2001 s'est élevé à 14,5 milliards d'euros, contre 42,2 milliards en 2000, traduisant un net repli du recours à l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris.

Sur le marché des titres de créances négociables, les émissions brutes enregistrées en avril 2001 ont baissé de 23 % par rapport au mois précédent, avec, notamment, des replis marqués des certificats de dépôt négociables et des billets de trésorerie. Compte tenu des tombées, les émissions nettes se sont établies à 10,8 milliards d'euros. En cumul sur douze mois, les émissions nettes se sont élevées à 57,9 milliards d'euros, en forte progression par rapport aux résultats de l'année 2000.

### Les émissions de titres d'État

En avril, les émissions brutes de l'État se sont établies à 4,6 milliards d'euros, contre 3,6 milliards d'euros en mars. La part de l'État a représenté 64,6 % de la collecte des résidents au cours du mois sur la place de Paris et 53,5 % des encours obligataires du marché parisien en fin de période.

### Émissions d'obligations d'État

Date de règlement	(en millions d'euros)		
	Février 2001	Mars 2001	Avril 2001
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>			
<i>OAT TEC 10 Janvier 2009</i>			
Valeur nominale			462
Prix d'émission			97,90
Émission brute			452
<i>OATi 3 % Juillet 2009</i>			
Valeur nominale			479
Prix d'émission			97,09
Émission brute			465
<i>OAT 5,50 % Octobre 2010</i>			
Valeur nominale		1 986	
Prix d'émission		104,75	
Émission brute		2 080	
<i>OAT 6,50 % Avril 2011</i>			
Valeur nominale			1 811
Prix d'émission			112,35
Émission brute			2 035
<i>OAT 5 % Avril 2016</i>			
Valeur nominale	4 003	1 460	1 569
Prix d'émission	98,02	98,18	97,55
Émission brute	3 924	1 433	1 531
<b>Total valeur nominale (a)</b>	<b>4 065</b>	<b>3 530</b>	<b>4 409</b>

(a) Y compris les souscriptions ouvertes aux personnes physiques

Les fonds ont été levés sur quatre lignes d'OAT : l'OAT TEC 10 janvier 2009, l'OATi 3 % juillet 2009, l'OAT 6,50 % avril 2011 et l'OAT 5 % octobre 2016. Lors de l'adjudication du 5 avril 2001, le montant des soumissions compétitives s'est élevé à 3,8 milliards d'euros et le taux de rendement actuariel est ressorti à 5,23 % pour l'OAT à 15 ans (en hausse de 6 points de base par rapport à l'adjudication du 1<sup>er</sup> mars 2001) et à 3,41 % pour l'OAT indexée sur l'inflation.

Au cours des quatre premiers mois de l'année 2001, l'État a levé 16,4 milliards d'euros représentant 39 % du montant prévisionnel de son programme indicatif d'émissions d'OAT pour l'année 2001 (42 milliards d'euros).

Compte tenu des forts remboursements intervenus en janvier 2001, le cumul sur douze mois des émissions obligataires de l'État à fin avril 2001, soit 11,2 milliards d'euros, est tombé nettement en dessous du niveau observé sur l'année 2000 (23,6 milliards d'euros).

D'autre part, la Cades a abondé trois lignes d'emprunts pour un montant global de 300 millions d'euros. Les emprunts de cet émetteur seront les premiers à être cotés sur la plate-forme électronique de négociations des valeurs du Trésor, gérée par la société Marché de titres France (MTS France).

### Les émissions des entreprises financières

La diminution du montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit s'est poursuivie au cours du mois d'avril : 0,9 milliard d'euros, soit une diminution de près de 36 % par rapport à février 2001 et un montant quatre fois inférieur à celui constaté au cours du mois correspondant de l'année 2000.

Sur les douze derniers mois, les emprunts de ce secteur ont représenté 24,3 % de l'ensemble des émissions de la place de Paris. Compte tenu des remboursements, le cumul sur un an des émissions nettes est resté négatif (- 7,7 milliards d'euros), confirmant le moindre intérêt des entreprises financières résidentes pour le marché obligataire domestique depuis 1999.

### Les émissions des entreprises non financières

Courant avril, le montant des capitaux levés par le secteur des entreprises non financières s'est élevé à 1,3 milliard d'euros dont 6 % en obligations convertibles en actions. Ce type de titre a représenté près de 69 % des émissions du secteur au cours des quatre premiers mois de 2001.

Le cumul des émissions brutes sur les douze mois arrêté à fin avril 2001 s'est élevé à 17,6 milliards d'euros, en forte diminution par rapport à 2000.

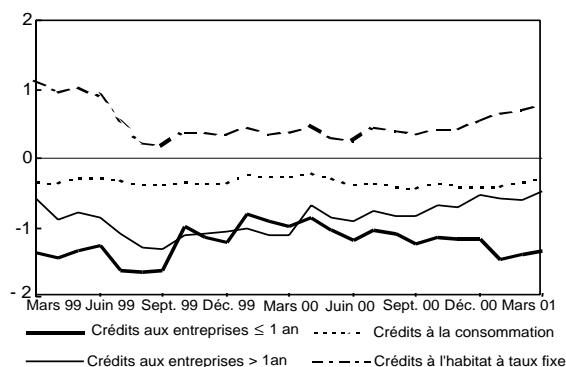
## 2.4. La distribution des crédits

### Les taux débiteurs

Dans un contexte général de détente des taux d'intérêt, amorcée en octobre 2000 pour les taux longs et en décembre pour les taux courts, les établissements de crédit de la zone euro ont répercuté plus ou moins rapidement cette tendance, selon le type de prêt. Le coût des crédits à l'habitat à taux fixe a diminué dès le mois de novembre, tandis que les taux des autres crédits ont baissé plus tardivement : en février pour les crédits à la consommation et les crédits aux entreprises à moins d'un an, en mars pour les prêts aux entreprises à plus d'un an.

### Coût du crédit Écarts France – Zone euro

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

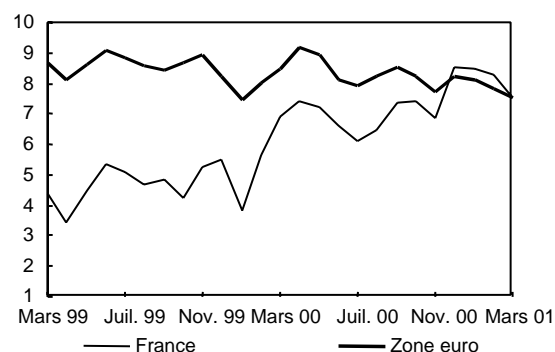


### Les crédits par réseaux

Bien qu'encore soutenu, le rythme de croissance des encours de crédit a quelque peu fléchi en mars.

#### Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

#### Crédits par réseaux

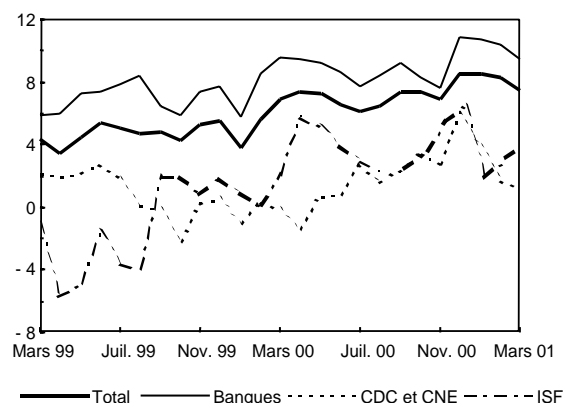
(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Crédits des IFM	6,9	8,3	7,5
- Banques	9,6	10,4	9,4
- CDC et CNE	- 0,1	1,7	1,2
- Établissements spécialisés	2,1	4,1	3,8

Ce ralentissement de la progression annuelle des crédits a affecté chacun des réseaux.

#### Crédits par principaux réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

### Les crédits par emprunteurs

Le ralentissement observé en mars a concerné les crédits des IFM au *secteur privé* résident, aussi bien en France que dans la zone euro.

#### Crédits par agents et par objets

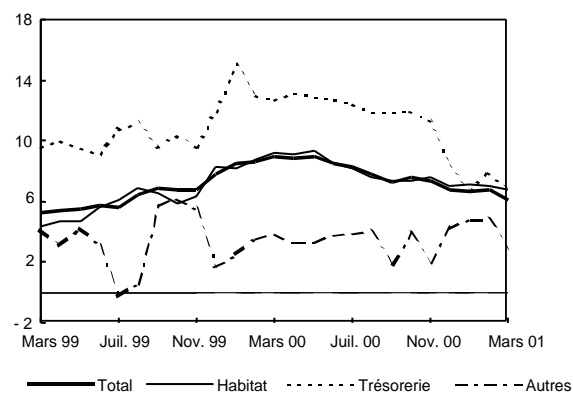
(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Crédits des IFM	6,9	8,3	7,5
- aux administrations publiques	- 3,1	0,5	- 2,1
- au secteur privé	8,2	9,2	8,6
dont :			
Crédits des EC aux ménages	8,9	6,8	6,1
dont : trésorerie	12,7	7,9	6,8
habitat	9,2	7,0	6,8
Crédits des EC aux sociétés non financières	9,5	11,1	9,6
dont : trésorerie	12,8	19,1	15,0
investissement	11,4	10,8	9,9

Ce ralentissement a touché les crédits accordés aux *ménages*, notamment ceux destinés au financement de leur trésorerie, comme ceux consentis aux *sociétés non financières*, ceux-ci conservant cependant un rythme soutenu.

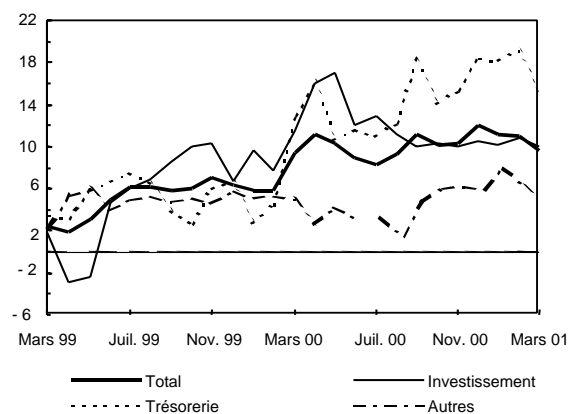
#### Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



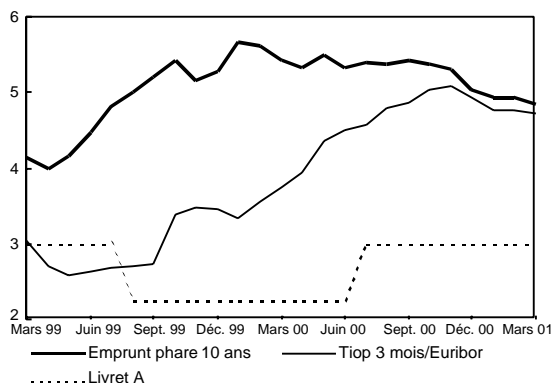
### Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



### Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

## 2.5. Les placements intermédiés

### Les taux créditeurs

Au mois de mars, les taux d'intérêt à court et long termes ont poursuivi leur mouvement de baisse. Sur le marché monétaire, la courbe des taux à moins d'un an est restée inversée, l'Euribor un an s'établissant à 4,471 %, contre 4,776 % pour l'Euribor 1 mois.

### Taux créditeurs

(moyennes mensuelles en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
<b>Dépôts à vue</b>			
Zone euro	0,73	1,01	1,02
<b>Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois</b>			
Zone euro	2,07	2,50	2,50
France	2,43	3,08	3,08
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>			
Zone euro	2,96	3,83	3,81
France	3,75	4,76	4,71
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>			
Zone euro	4,28	4,35	4,32
France	4,11	4,54	4,49

### Taux de référence

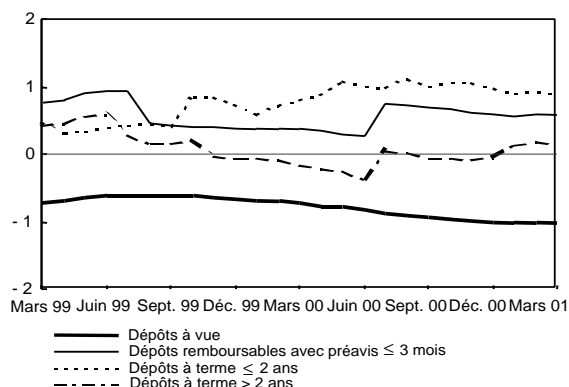
(moyennes mensuelles en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Euribor 3 mois	3,75	4,76	4,71
Emprunt phare 10 ans	5,43	4,93	4,84
Livret A	2,25	3,00	3,00

Alors que la rémunération des dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois est restée globalement stable, les rendements des dépôts à terme sont restés orientés à la baisse en France comme dans la zone euro, suivant ainsi l'évolution des taux des marchés monétaires et financiers.

**Rémunération des dépôts**  
Écarts France – Zone euro

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

**Les placements auprès des institutions financières monétaires**

La croissance annuelle des *dépôts à vue* s'est accélérée en mars sous l'effet de la progression des avoirs des administrations centrales, alors qu'un ralentissement a été observé pour les dépôts à vue des *ménages* et pour ceux des *sociétés non financières*.

Avec un taux global de 6,6 %, la croissance des dépôts à vue en France est demeurée supérieure à celle de la zone euro, qui s'est élevée à 2,9 %.

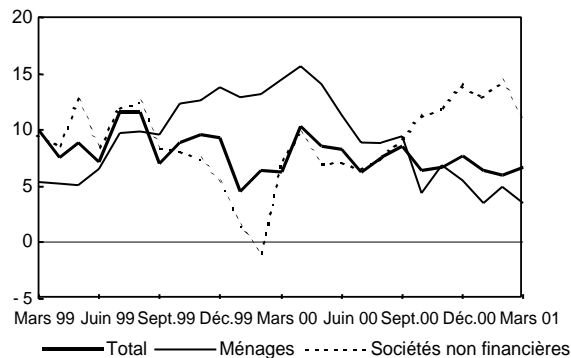
**Dépôts à vue**

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Dépôts à vue	6,2	6,0	6,6
– Ménages	14,5	4,9	3,5
– Sociétés non financières	7,3	14,4	10,8
– Autres	- 2,9	- 15,9	4,6

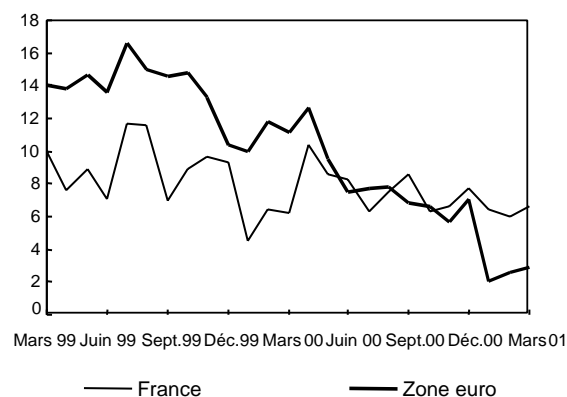
**Dépôts à vue par agents**

(taux de croissance annuel en %)



**Dépôts à vue**

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

**Comptes sur livrets**

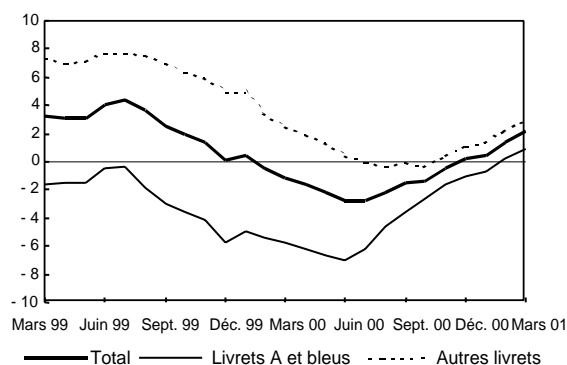
(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Comptes sur livrets	- 1,1	1,4	2,1
– Livrets A et bleus	- 5,8	0,3	1,0
– Livrets soumis à l'impôt	- 2,5	- 3,9	- 2,1
– Livrets d'épargne populaire	14,2	6,3	6,1
– Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	- 0,1	4,0	4,6

Les comptes sur livrets (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) ont poursuivi leur redressement : les livrets A et bleus ont retrouvé un taux de croissance proche de celui observé fin 1998 ; de même, les autres livrets (Codevi, CEL et livrets jeunes) ont poursuivi leur progression ; enfin, le recul des livrets soumis à l'impôt a été moins prononcé que les mois précédents. Seule la progression annuelle des LEP s'est ralentie, tout en demeurant soutenue.

### Comptes sur livrets

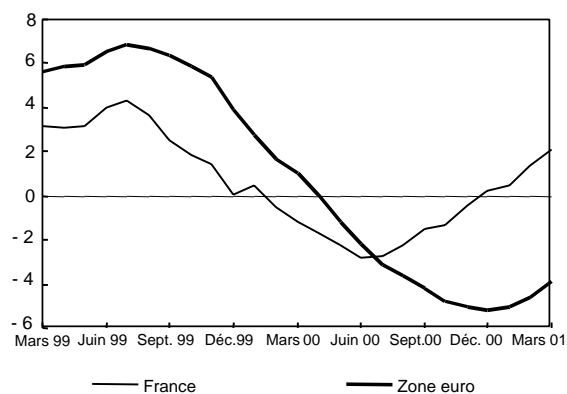
(taux de croissance annuel en %)



Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois ont continué de progresser, alors qu'ils ont décliné, mais à un rythme plus faible que précédemment, dans la zone euro.

### Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

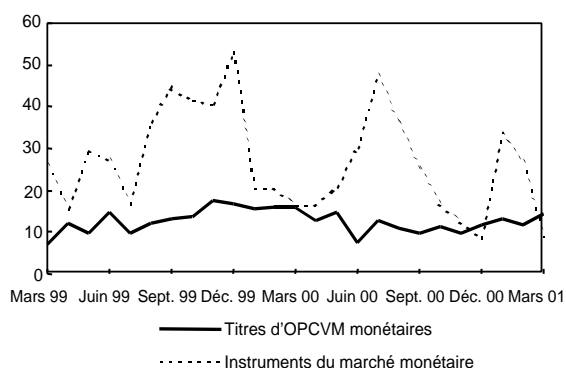
La progression annuelle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans est demeurée soutenue, bien qu'en léger repli par rapport aux deux mois précédents. La persistance d'une courbe des taux très aplatie a sans doute favorisé les placements à court terme des ménages : le taux de croissance annuel de leurs dépôts à terme inférieur ou égal à 2 ans a ainsi atteint 100,1% en mars.

### Placements rémunérés aux taux du marché monétaire

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Dépôts à terme ≤ 2 ans	5,0	48,2	43,6
Titres d'OPCVM monétaires	16,0	11,8	14,3
Certificats de dépôt	16,5	27,1	9,1
Pensions	13,8	14,4	-14,9

### Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)



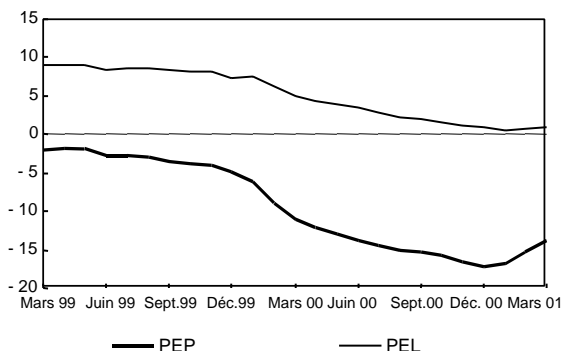
### Dépôts non monétaires

	(taux de croissance annuel en %)		
	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Dépôts non monétaires	-0,9	-5,4	-4,7
PEP bancaires	-11,0	-15,2	-13,7
PEL	4,9	0,6	0,9

Le repli des dépôts non monétaires s'est atténué : tout en restant fort, le rythme de contraction des PEP bancaires s'est un peu réduit ; la croissance des plans d'épargne-logement, quasiment stoppée en fin d'année 2000, connaît depuis lors un redémarrage très progressif.

**Principaux dépôts non monétaires**

(taux de croissance annuel en %)



**Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire**

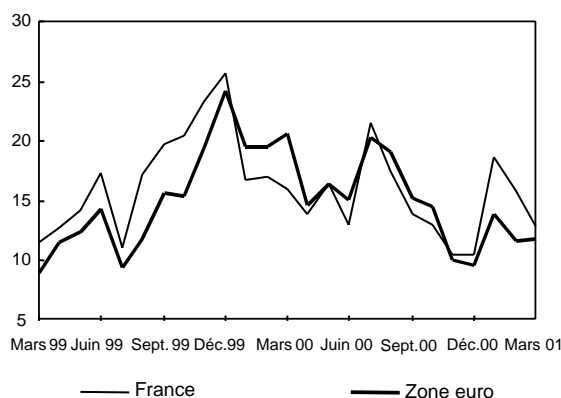
(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2000	Fév. 2001	Mars 2001
Zone euro	20,6	11,7	11,8
France	16,1	15,8	12,9

En France, le rythme de croissance annuel des placements en titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire s'est un peu réduit en mars, tout en restant plus élevé que celui observé dans la zone euro.

**Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)**

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

**Les placements en OPCVM non monétaires**

**OPCVM actions**

	Déc. 1999	Déc. 2000	Mars 2001
<b>OPCVM actions</b>			
Encours (en milliards d'euros)	154,7	181,6	169,7
<b>SICAV actions (a)</b>			
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours en %)	8,6	25,2	16,6
Rendement annuel (en %)	47,9	-3,4	-20,6
<b>Indice de référence</b>			
CAC 40 (variation annuelle en %)	51,1	-0,5	-17,6

(a) À partir de mars 2001, données y compris FCP

Sources : COB, Europerformance

Les placements en titres de SICAV « actions » ont diminué, en raison de la poursuite de la baisse des cours boursiers, alors que les souscriptions, en flux annuels, restent soutenues.

**OPCVM obligations**

	Déc. 1999	Déc. 2000	Mars 2001
<b>OPCVM obligations</b>			
Encours (en milliards d'euros)	121,4	126,9	129,6
<b>SICAV obligations (a)</b>			
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours en %)	-5,8	-10,4	-8,6
Rendement annuel (en %)	-1,4	4,9	6,0
<b>Indice de référence</b>			
CNO-ETRIX 5-7ans (variation annuelle)	-3	7,1	8,2

(a) À partir de mars 2001, données y compris FCP

Sources : COB, Europerformance

Les dégagements d'OPCVM obligations se poursuivent, à un rythme toutefois ralenti.

**OPCVM diversifiés**

	Déc. 1999	Déc. 2000	Mars 2001
<b>OPCVM diversifiés</b>			
Encours (en milliards d'euros)	161,4	197,6	195,6
<b>SICAV diversifiées (a)</b>			
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours en %)	17,9	16,7	23,4
Rendement annuel (en %)	25,9	-0,3	-8,6
<b>Indice de référence</b>			
CAC 40 (variation annuelle)	51,1	-0,5	-17,6

(a) À partir de mars 2001, données y compris FCP

Les souscriptions de SICAV « diversifiés » sont restées élevées malgré une chute des performances.

#### OPCVM garantis

<i>(en milliards d'euros)</i>			
	Déc. 1999	Déc. 2000	Mars 2001
<b>OPCVM garantis</b>			
Encours	33,5	33,9	33,3

Sources : COB, Europerformance

L'encours des titres d'OPCVM garantis n'a que peu évolué.

#### Répartition de l'encours de titres par catégories d'OPCVM

	<i>(en pourcentage)</i>		
	Déc. 99	Déc. 00	Mars 01
<b>OPCVM</b>			
Monétaires	27,29	27,29	29,79
Obligations	18,74	17,09	17,23
Actions	23,88	24,45	22,56
Diversifiés	24,92	26,61	26,00
Garantis	5,17	4,56	4,42
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Source : COB

#### Structure et évolution des PEA au premier trimestre 2001

Selon les données communiquées par les établissements bancaires, la valeur des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à fin mars 2001 à 93,1 milliards d'euros, en diminution de 6,4 % par rapport au trimestre précédent et de 3,3 % sur un an. Corrigé de l'évolution des cours, l'encours des PEA bancaires a progressé au premier trimestre 2001 d'environ 5 % pour les actions et de 1 % pour les titres d'OPCVM éligibles. La valeur moyenne d'un PEA était de 13 930 euros à fin mars 2001. Celle du compte-titres moyen était de 23 548 euros dans l'enquête-titres de décembre 2000.

#### Composition, évolution et structure des PEA bancaires

	<i>(montants en millions d'euros, variations et structure en %)</i>				
	Montant		Variation	Structure	
	Déc. 2000	Mars 2001	Mars 2001/ Déc. 2000	Déc. 2000	Mars 2001
Actions	43 433	40 381	- 7,0	43,6	43,4
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	56 089	52 722	- 6,0	56,4	56,6
Total	99 522	93 103	- 6,4	100,0	100,0
Nombre de PEA	6 448 604	6 683 800	3,6		

Le nombre de comptes a augmenté de 235 000 au premier trimestre 2001, dans la continuité du trimestre précédent. La correction boursière du premier trimestre 2001 ne semble pas avoir découragé l'ouverture de PEA par de nouveaux ménages. L'épargne investie, notamment en actions, est globalement significative.

Toutefois, le portefeuille des personnes physiques les plus aisées, clientes des banques d'affaires et des sociétés de bourse (7 % des encours), a diminué d'environ 3 % en volume et le nombre de comptes PEA s'est réduit de 5 %.

NB : Les résultats détaillés de cette étude sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France.

### Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2000

#### Investissements nets en titres français

Chaque catégorie de valeurs a connu une configuration différente des comportements des secteurs investisseurs. Sur le marché des actions françaises cotées, les investisseurs institutionnels ont procédé à des achats nets alors que les non-résidents et, dans une moindre mesure les ménages et les sociétés non financières ont désinvesti. À l'exception des non-résidents, tous les secteurs ont allégé leur portefeuille d'obligations françaises. Tous les secteurs ont procédé à des cessions nettes de titres d'OPCVM monétaires, mais se sont portés acheteurs nets de titres d'OPCVM non monétaires.

#### Montant du flux net rapporté à l'encours de début de trimestre

	(en %)			
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	- 0,1	- 0,1	- 2,4	1,5
Sociétés non financières	- 0,2	- 3,4	- 1,7	0,2
Autres agents non financiers	0,0	- 2,9	- 9,4	1,9
Investisseurs institutionnels	2,0	- 1,4	- 3,7	4,3
Non-résidents	- 1,1	6,1	- 1,1	1,4
<b>Total</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>- 3,6</b>	<b>2,9</b>

#### Détention des titres français

Les non-résidents détiennent auprès des dépositaires français plus du tiers de la capitalisation actions de la Bourse de Paris, et les investisseurs institutionnels résidents plus du quart.

Près de 68 % des obligations françaises sont détenues par les investisseurs institutionnels.

Les investisseurs institutionnels détiennent environ 40 % des titres d'OPCVM monétaires et les sociétés près du tiers. Les titres d'OPCVM non monétaires sont principalement détenus par les investisseurs institutionnels (54,2 %) et les ménages (29,4 %).

#### Part de détention

	(en %)			
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	8,6	7,0	13,4	29,4
Sociétés non financières	21,6	3,2	32,3	7,7
Autres agents non financiers	6,6	1,2	12,9	6,0
Investisseurs institutionnels	25,7	67,9	39,8	54,2
Non-résidents	37,5	20,7	1,7	2,6
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire</i>				
Encours de l'enquête (a)	1 240,4	695,3	160,6	453,2
Capitalisation boursière Euroclear-COB-Banque de France (a)	1 541,3	701,9	213,3	547,9

(a) Montants en milliards d'euros

#### Transactions sur titres français<sup>1</sup>

Les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit, OPCVM) ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur obligations françaises. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels sont intervenus dans 39,2 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires et dans 55,5 % des transactions sur les titres d'OPCVM non monétaires. Les sociétés non financières ont réalisé 42,7 % des opérations sur les titres d'OPCVM monétaires.

#### Part des transactions

	(en %)		
	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	0,1	2,6	11,4
Sociétés non financières	0,7	42,7	16,2
Autres agents non financiers	-	14,5	13,8
Investisseurs institutionnels	96,9	39,2	55,5
Non-résidents	2,2	1,0	3,1
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire</i>			
Transactions de l'enquête (a)	5 252,2	489,9	142,1
Transactions Euroclear-COB (a)	5 280,8	nd	nd

(a) Montants en milliards d'euros

nd : non disponible

NB : Principaux résultats de l'enquête de la Banque de France. Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) ; rubrique « Bulletin – Liste des études parues depuis l'origine ») avec notamment les chiffres correspondants figurant en balance des paiements.

<sup>1</sup> Pour des raisons de révisions méthodologiques actuellement en cours, cette enquête ne comporte pas de présentation des transactions sur actions françaises cotées.





## 3. Les marchés de capitaux

### 3.1. Les marchés financiers internationaux en avril 2001

Les principales évolutions observées sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois d'avril ont été : la nette reprise des indices boursiers aux États-Unis et en Europe, la remontée générale des rendements obligataires, la dépréciation du dollar face à l'euro et au yen, les tensions sur les marchés financiers en Argentine et en Turquie, et la remontée des prix du pétrole.

#### *Reprise marquée des indices boursiers aux États-Unis et en Europe*

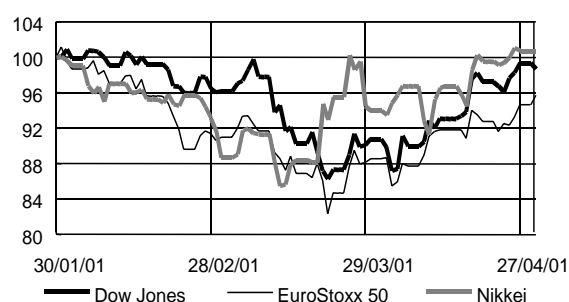
Aux États-Unis, une certaine amélioration des perspectives de croissance, soulignée par la publication d'indicateurs économiques et de résultats d'entreprises plus favorables qu'attendu, s'est traduite par une hausse sensible des cours des valeurs technologiques (15% sur le Nasdaq), entraînant celle de l'ensemble des valeurs. Ce mouvement a été accentué par la baisse des taux directeurs, de 50 points de base, du Système fédéral de réserve, intervenue le 18 avril. L'incertitude sur l'ampleur et la durée du ralentissement de l'économie américaine s'est toutefois traduite par une volatilité accrue des principaux indices boursiers.

Les indices boursiers dans la zone euro ont fortement progressé (l'indice EuroStoxx 50 gagnant plus de 8%), dans un contexte de stabilité des taux directeurs de la Banque centrale européenne. Les actions européennes ont suivi le marché américain et ont été soutenues par la publication d'indicateurs suggérant une meilleure résistance de l'activité économique dans la zone euro.

Au Japon, l'indice Nikkei a progressé dans le sillage des indices boursiers américains. La forte reprise des cours, en particulier des valeurs bancaires et technologiques, a également été favorisée par l'annonce d'un plan de réforme du système bancaire

dont la mise en œuvre pourrait être accélérée par le nouveau gouvernement japonais mis en place fin avril.

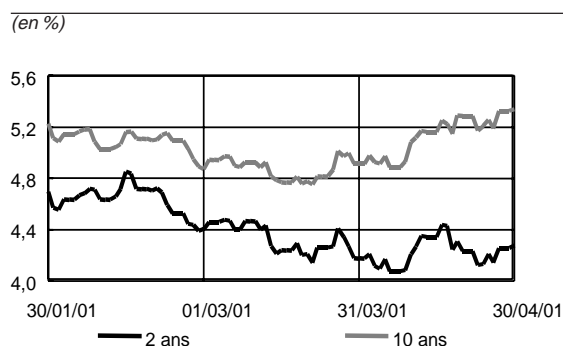
#### Indices Dow Jones, Nikkei et EuroStoxx 50



#### *Remontée générale des rendements obligataires*

Aux États-Unis, la reprise des cours boursiers et la publication d'indicateurs économiques suggérant une amélioration des perspectives de reprise ont débouché sur une hausse sensible des rendements obligataires (de 35 points de base pour les titres à 10 ans). La courbe des rendements s'est ainsi fortement pentifiée, la remontée des taux à court terme observée début avril ayant été interrompue par la réduction surprise de 50 points de base des taux directeurs du Système fédéral de réserve.

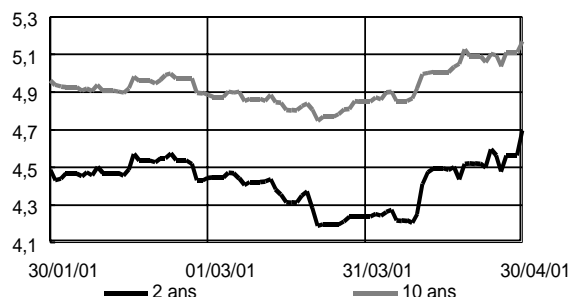
#### Rendements des titres d'État américains d'échéance 2 ans et 10 ans



Dans la zone euro, les rendements se sont nettement tendus, suite à la publication d'indicateurs d'activité économique et d'inflation plus élevés qu'attendu. La disparition des anticipations de baisse des taux de la BCE après la réunion du 11 avril s'est traduite par une forte remontée des taux à court terme (plus de 40 points de base). La moindre hausse des rendements à long terme (32 points de base pour les titres d'État français à 10 ans) a ainsi débouché sur un aplatissement de la courbe des rendements.

### Rendements des titres d'État français d'échéance 2 ans et 10 ans

(en %)



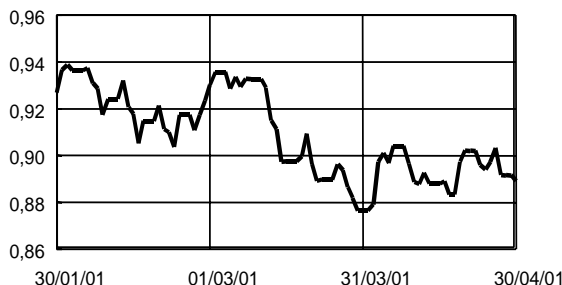
Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a baissé le 10 mai son taux directeur de 25 points de base, le ramenant ainsi à 5,5%.

Au Japon, la pente de la courbe des rendements obligataires s'est accrue, le changement de gouvernement, et plus particulièrement le projet d'une limitation des émissions d'emprunts publics, se traduisant par un léger repli des taux à court terme (de 5 points de base pour les titres à 2 ans).

### Appréciation de l'euro et du yen face au dollar

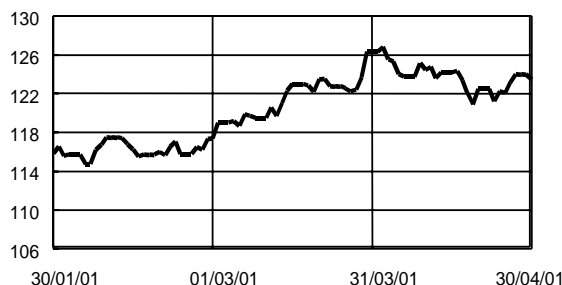
En avril, l'euro s'est légèrement apprécié face au dollar, s'établissant à un niveau proche de 0,90 à la fin du mois. Cette appréciation a été observée tant après la décision de la BCE de maintenir ses taux inchangés qu'à la suite de la baisse des taux directeurs du Système fédéral de réserve.

### Taux de change euro/dollar



Le yen s'est fortement apprécié face au dollar, revenant à un peu plus de 123 à fin avril. Les déclarations des autorités japonaises en faveur d'une stabilité de la parité du yen ont en effet atténué les anticipations d'une dépréciation contrôlée du yen. Cette appréciation a également été alimentée par les perspectives d'une accélération des réformes structurelles, après la mise en place du gouvernement de Junichiro Koizumi.

### Taux de change dollar/yen

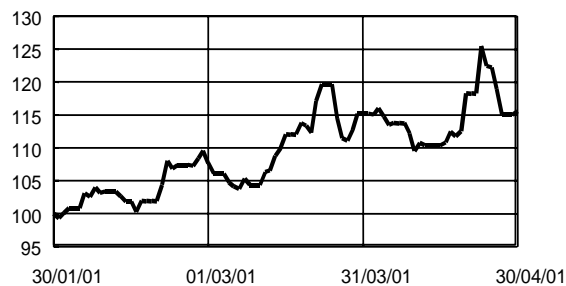


### Marchés émergents : maintien des tensions au Brésil et en Argentine

En avril, les tensions sur les marchés financiers en Argentine se sont maintenues, dans un contexte de récession économique et de difficultés de trésorerie, débouchant sur l'annulation d'une adjudication d'obligations publiques le 23 avril. En Turquie, dans l'attente du bouclage des financements accompagnant le plan de redressement soutenu par le FMI, les taux d'intérêt à court terme sont demeurés élevés et la livre turque est restée faible vis-à-vis des principales devises. Le real brésilien a pâti de ces tensions persistantes, ce qui a conduit la Banque centrale à un nouveau relèvement de ses taux directeurs de 50 points de base.

En fin de mois, la finalisation de la lettre d'intention du FMI en Turquie et l'annonce d'une restructuration de la dette argentine ont permis un apaisement des tensions financières. L'indice synthétique de la dette émise par les pays émergents, qui s'était fortement déprécié au cours du mois, est au total revenu en fin de mois à un niveau comparable à celui de la fin de mars.

#### Indice synthétique de la dette des pays émergents (indice JP Morgan)

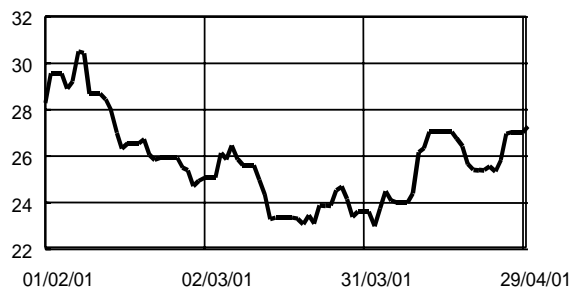


#### Remontée des prix du pétrole

Les prix du pétrole sont remontés de USD 23,6 à plus de USD 27 à fin avril. Les perspectives de ralentissement de la demande ont été dominées par l'impact haussier exercé par le faible niveau des stocks de produits raffinés, notamment d'essence aux États-Unis, la demande dans ce dernier pays étant également soutenue, en anticipation de l'été.

#### Prix du pétrole (Brent)

(en dollars)



## 3.2. Les marchés de la zone euro

Contrastant avec les mois précédents, avril s'est caractérisé dans la zone euro par la conjugaison d'une remontée des taux d'intérêt, surtout à court terme, et d'une reprise des marchés boursiers.

#### *Remontée des taux surtout sensible sur le compartiment court et atténuation des anticipations de baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne*

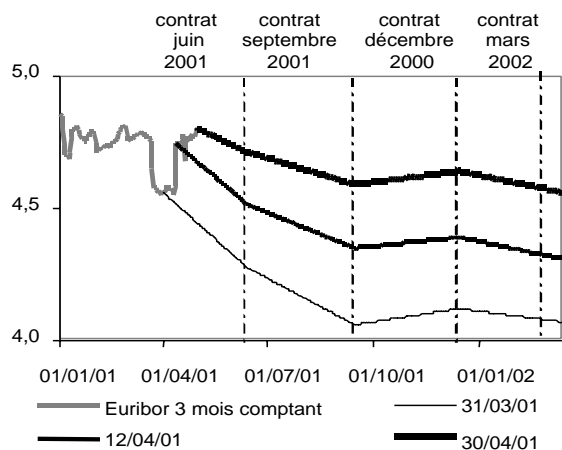
Sur le marché au comptant, entre le 31 mars et le 30 avril les taux à un mois ont augmenté de 12 points de base et les taux d'échéance trois à douze mois, de 24 à 37 points de base.

Les taux implicites des contrats à terme de taux d'intérêt à trois mois (Euribor) se sont tendus de près de 50 points de base sur la période. À fin avril, les prix de ces contrats aux diverses échéances reflétaient l'attente d'un desserrement de 50 points de base au plus à horizon de six mois (contre 75 points de base il y a un mois pour le même horizon) et de 25 points de base au plus à horizon de trois mois.

Cette modification des anticipations fait suite à la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE, le 11 avril, de maintenir inchangés les taux directeurs. La publication des indicateurs économiques et financiers relatifs aux prix et à l'activité dans la zone euro — parmi lesquels l'évolution de la masse monétaire, qui a fait l'objet d'une attention particulière de la part des analystes en fin de mois — ont, par la suite, conforté le scénario d'un assouplissement monétaire plus limité qu'anticipé antérieurement et plus tardif.

### Anticipations des taux interbancaires à 3 mois

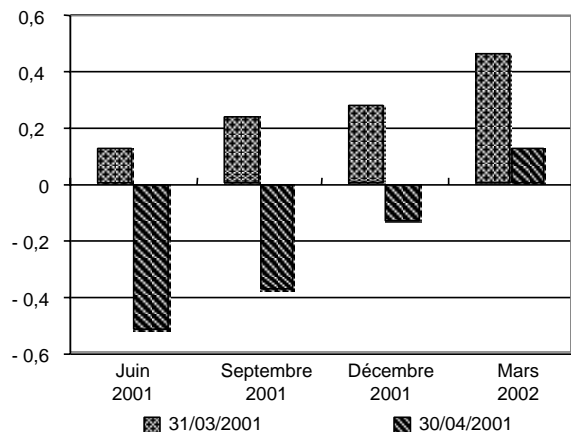
(taux d'intérêt en %)



Ainsi, les taux anticipés mesurés au 30 avril aux diverses échéances des contrats Euribor ont atteint un plus haut niveau depuis le début de l'année. Les mouvements de taux courts intervenus en avril, conjugués avec la révision des anticipations sur les taux américains, ont entraîné une inversion des écarts de taux anticipés de part et d'autre de l'Atlantique.

### Écarts de taux entre les contrats Eurodollar et Euribor 3 mois

(en pourcentage)

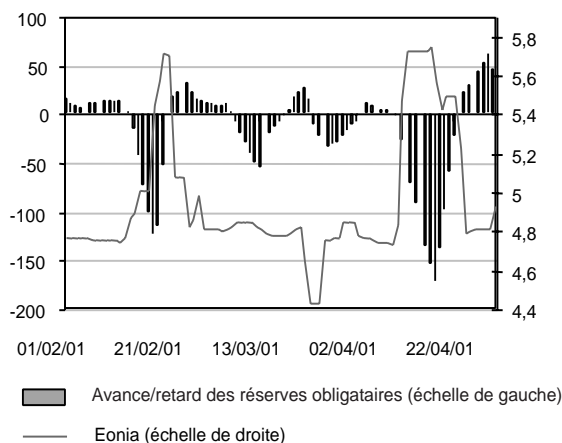


Sur le compartiment du jour le jour, de fortes variations ont été observées en cours de mois. Elles sont la conséquence de la réduction des soumissions du secteur bancaire lors de l'appel d'offres du 10 avril, dans un contexte de fortes anticipations de baisse des taux directeurs de la BCE. L'insuffisance des soumissions a créé un déficit transitoire de liquidité et l'Eonia s'est tendu jusqu'au niveau du taux de la facilité de prêt marginal du 12 au 17 avril, avant de revenir à un niveau proche du taux minimum des appels d'offres dès le début de la nouvelle période de constitution de réserves obligatoires ayant débuté le 24 avril.

### Eonia et constitution de réserves obligatoires sur la zone euro

(en milliards d'euros et en cumul)

(en %)



*Opérations du marché monétaire traitées  
sur la place de Paris  
(Sélection d'indicateurs)*

**Activité sur le marché de la pension livrée**

	Avril 2001		Moyenne année 2001	
	Volume (en milliards d'euros)	Part (en %)	Volume (en milliards d'euros)	Part (en %)
OAT	335,7	61,0	271	56
Pensions à taux fixe	113	20,5	97	20
Pensions à taux variable	222,7	40,5	174	36
BTAN	141,7	25,8	158	33
Pensions à taux fixe	43,1	7,8	53	11
Pensions à taux variable	98,6	17,9	105	22
BTF	72,8	13,2	54	11
Pensions à taux fixe	11,2	2,0	9	2
Pensions à taux variable	61,6	11,2	45	9
<b>TOTAL</b>	<b>550,2</b>	<b>100,0</b>	<b>483</b>	<b>100</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>167,3</b>	<b>30,4</b>	<b>159</b>	<b>33</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>382,9</b>	<b>69,6</b>	<b>324</b>	<b>67</b>

**Évolution des taux des BTF et des BTAN**

Échéance	30 mars	30 avril	Variation
			(en points de base)
1 mois	4,66	4,74	8
3 mois	4,46	4,71	25
6 mois	4,39	4,68	29
12 mois	4,27	4,65	38
2 ans	4,26	4,68	42
5 ans	4,44	4,82	38

**Titres de créances négociables**

(en milliards d'euros)

	Émissions en avril 2001		Encours à	
	brutes	nettes	fin avril 2001	fin janvier 2001
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>337,2</b>	<b>1,0</b>	<b>295,3</b>	<b>280,9</b>
Certificats de dépôt négociables	263,8	4,4	157,6	141,4
BMTN	0,9	0,1	57,4	57,7
Billets de trésorerie	72,5	- 3,5	80,3	81,8

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

(en pourcentage)

	31 mars au 6 avril	7 au 13 avril	14 au 20 avril	21 au 27 avril
Billets à 1 jour	4,97	5,19	5,79	5,21
Billets à 10 jours	4,96	4,87	-	-
Billets à 30 jours	4,90	4,90	5,07	5,02
Billets à 90 jours	4,80	4,80	5,01	5,02
Billets à 180 jours	4,61	4,57	4,83	4,87

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

(en pourcentage)

	31 mars au 6 avril	7 au 13 avril	14 au 20 avril	21 au 27 avril
Certificats à 1 jour	4,93	5,09	5,75	5,04
Certificats à 10 jours	4,84	4,88	5,01	4,86
Certificats à 30 jours	4,75	4,80	4,93	4,90
Certificats à 90 jours	4,71	4,73	4,88	4,91
Certificats à 180 jours	4,54	4,55	4,80	4,79

*Hausse des taux d'intérêt plus marquée sur les échéances de 2 à 5 ans et fin du mouvement de pentification de la courbe des taux engagé le mois précédent*

**Titres d'État français sur une sélection d'échéances**

(en pourcentage)

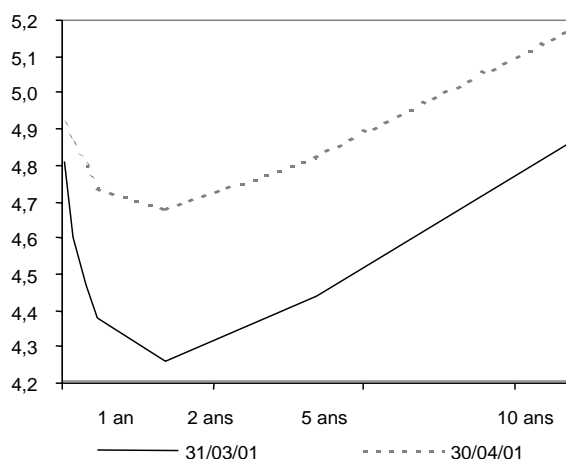
	Taux de rendement			
	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
31 mars 2001	4,26	4,44	4,86	5,44
30 avril 2001	4,68	4,82	5,17	5,67
<b>Variation</b>	<b>0,42</b>	<b>0,38</b>	<b>0,31</b>	<b>0,23</b>

Les échéances jusqu'à 5 ans ont été plus sensibles aux mouvements du marché monétaire que les échéances à long terme.

L'écart de taux des titres d'État français entre les échéances à 2 et 10 ans s'est ainsi établi à 49 points de base (contre 60 points de base en mars et 46 points de base en février 2001).

### Évolution de la courbe des taux

(en %)



Outre le maintien des taux directeurs de la zone euro à un niveau inchangé, l'évolution des rendements obligataires a été influencée, pour partie, par le mouvement d'appréciation des taux à long terme américains (cf. section 3.1). Deux facteurs ont contribué à cette évolution :

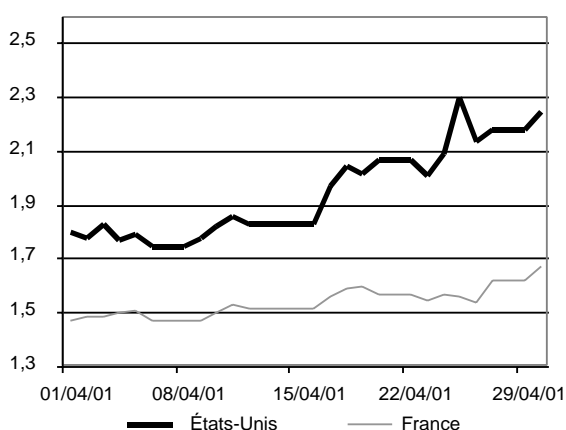
- la hausse des taux nominaux a pu, dans une certaine mesure, être liée à une résurgence des incertitudes relatives à l'inflation. En effet, le point mort d'inflation — résultant de la différence entre le taux de l'emprunt phare à 10 ans et de l'obligation indexée sur l'inflation de même maturité —, qui avait atteint un plus bas niveau dans le courant du mois de mars, à 1,36 %, a progressé significativement pour atteindre 1,67 % en fin de mois.

### Taux réels et nominaux en France et aux États-Unis

	France		États-Unis	
	31/03/01	30/04/01	31/03/01	30/04/01
Taux nominal	4,86	5,17	5,07	5,42
Taux réel	3,39	3,50	3,27	3,17
Point mort	1,47	1,67	1,80	2,25

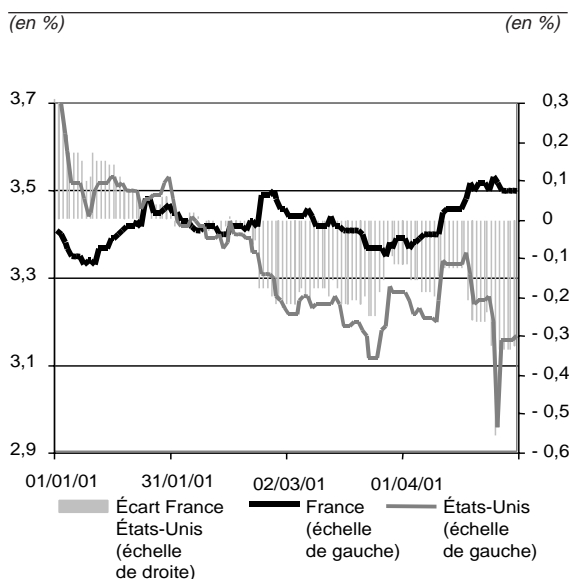
### Points morts d'inflation en France et aux États-Unis

(en %)



Le taux d'intérêt réel à 10 ans, tiré de l'OAT indexée sur l'inflation, a enregistré en France une légère augmentation sur le mois (11 points de base). Cette situation contraste avec la baisse de 10 points de base du taux réel américain. Ainsi, l'écart entre ces deux taux a atteint un plus haut niveau historique, mettant en évidence une profonde évolution des analyses sur les perspectives de croissance à moyen terme de ces économies.

## Taux réels à 10 ans en France et aux États-Unis



– dans l'ensemble, le report des investisseurs des marchés de taux vers les marchés boursiers a favorisé une hausse des taux longs.

Celle-ci a été modérée par la réduction des primes de signature attachées aux titres de dette privés, qui ont suivi un mouvement symétrique à celui des cours boursiers.

## Évolution des primes de signature

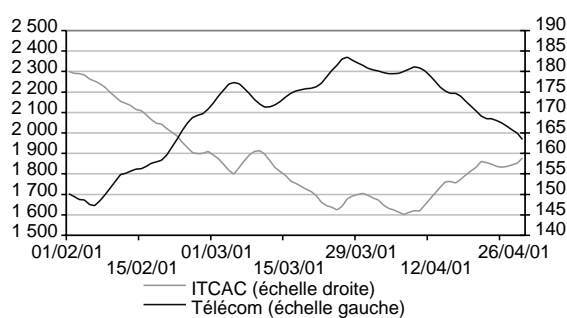
Émetteur	31/03/01	30/04/01	Variation	
			en points de base	en %
AAA	16,53	14,87	- 1,66	- 10
AA	33,72	30,13	- 3,59	- 11
A	98,69	85,95	- 12,74	- 13
BBB	178,32	166,88	- 11,44	- 6
Telecom	180,71	158,54	- 22,17	- 12

Source : Indices sectoriels Morgan Stanley d'échéances 5 à 7 ans

Le secteur des télécommunications a particulièrement bénéficié de ce regain de confiance. Le *spread* par rapport aux titres d'État s'est réduit de 12 % sur le mois, revenant à son niveau de mi-février.

## Écarts de rendement des obligations du secteur Télécom et de l'ITCAC

(en moyenne mobile sur cinq jours)



En définitive, la tension sur les taux nominaux à long terme apparaît modérée et s'est effectuée dans un contexte de volatilité plutôt faible, qui contraste avec l'accroissement de la volatilité historique sur le marché des titres d'État américains.

La volatilité historique à 30 jours du taux de l'OAT à 10 ans s'est établie à 11,5 %, en légère hausse par rapport au mois de mars (10,3 %), mais proche de la moyenne observée lors des 12 mois précédents (11,1 %).

Cette situation contraste avec la volatilité des titres d'État américains de même échéance, qui a augmenté plus sensiblement suite à la forte hausse des taux qui a précédé les mouvements de baisse des taux directeurs du Système fédéral de réserve.

**Le rebond des marchés boursiers a généré un net accroissement de leur volatilité**

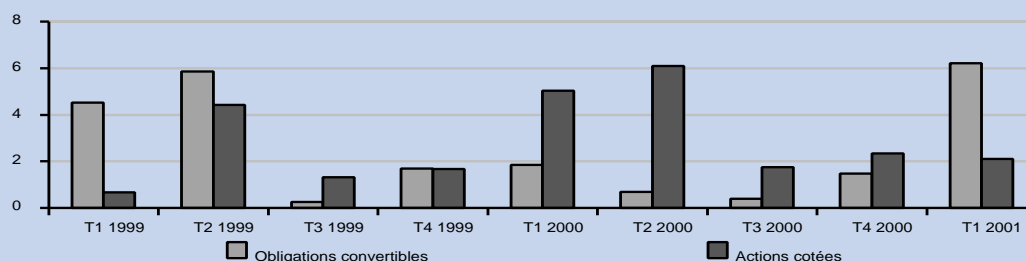
Dans le sillage des bourses américaines, le CAC 40 et le DAX ont progressé de, respectivement, 8,9 % et 7,5 % sur le mois d'avril. L'indice CAC 40 est ainsi revenu à son niveau de février 2001. Dans le même temps, l'indice ITCAC a augmenté de 15,7 %.



*Les obligations convertibles : principales caractéristiques des émissions « françaises »*

Le premier trimestre 2001 a été marqué par une activité très intense sur le marché des obligations convertibles françaises <sup>1</sup>. Les montants émis ont dépassé ceux de l'ensemble de l'année 2000, dynamisme qui contraste avec les évolutions des autres marchés primaires (actions, obligations du secteur privé). En effet, en période de baisse ou de volatilité des marchés d'actions, et/ou de tension sur les taux obligataires, l'attractivité des obligations convertibles s'accroît. Pour l'investisseur, elles offrent une protection contre la baisse du marché boursier tout en lui permettant de profiter d'un rebond ultérieur ; pour l'émetteur, elles permettent de lever des fonds avec une charge financière limitée (taux inférieur à celui d'une obligation classique) et d'ouvrir la perspective d'un renforcement à terme de la structure financière, lors de la conversion éventuelle.

**Marché primaire français des actions et des obligations convertibles**



Les montants record émis au premier trimestre 2001 font suite à une année 1999 très dynamique, les obligations convertibles ayant notamment bénéficié de l'effet euro, à l'instar des obligations classiques du secteur non financier ; au premier semestre 2000 la conjoncture boursière porteuse avait plutôt favorisé les émissions directes d'actions. Au total sur les 29,7 milliards d'euros d'obligations convertibles françaises en circulation au 31 mars 2001, près de 70 % (environ 21 milliards d'euros) ont été émis après le 1<sup>er</sup> janvier 1999. La « jeunesse » de l'encours reflète à la fois l'importance du marché primaire après 1998 et la conversion rapide des emprunts émis antérieurement grâce à la bonne conjoncture boursière. Dans le même temps, les volumes moyens unitaires se sont accrus, passant de 163 millions d'euros en moyenne, pour les émissions antérieures à 1999, à plus de 500 millions pour les émissions post-passage à l'euro.

En dépit de ces évolutions, la capitalisation des obligations convertibles est faible par rapport aux autres grandeurs caractéristiques du marché financier. De ce fait, l'impact d'une éventuelle conversion en actions de l'encours existant demeurerait négligeable.

	<i>(en milliards d'euros)</i>		
	Obligations convertibles en actions cotées françaises	Obligations classiques du secteur privé	Capitalisation de la Bourse de Paris
31 mars 2001	29,7	349 (fin 2000)	1 427

En revanche cet impact est important, émetteur par émetteur. Dans le contexte actuel d'incertitudes sur les cours de bourse, les possibilités de conversion rapide des obligations convertibles deviennent en effet plus incertaines. En déterminant l'encours des obligations « à la monnaie » (c'est-à-dire pour lesquelles l'option de conversion en action est intéressante à exercer au regard notamment du prix de l'obligation, du prix de l'action et de la parité de conversion) selon diverses hypothèses de hausse générale des cours de bourse, on obtient les résultats suivants

.../...

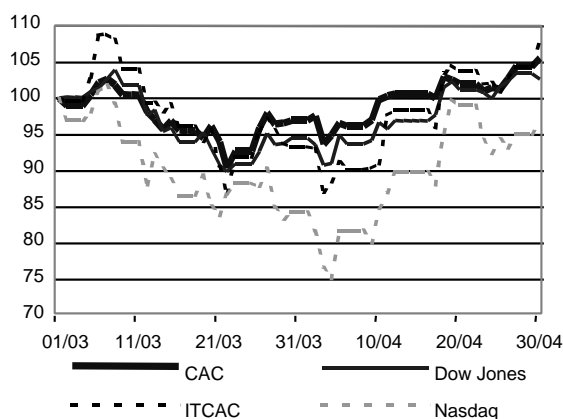


Augmentation du cours des actions	En milliards d'euros	En pourcentage de l'encours total
De 0 %	6,0	21
De 20 %	13,4	45
De 40 %	23,8	80

Sachant que la durée résiduelle moyenne des obligations convertibles en circulation s'établit actuellement à 5 ans et demi, une augmentation moyenne du niveau général des cours de 40 % sur cet horizon est nécessaire pour que l'option de conversion soit exercée sur 80 % de l'encours. Pour les 10 plus importantes lignes émises (15,5 milliards d'euros d'obligations convertibles en circulation), l'augmentation moyenne nécessaire ressort à 30 % environ, pour une durée résiduelle moyenne légèrement inférieure.

1 Obligations émises par des émetteurs français (cotés et non cotés) et convertibles en actions françaises – Les données chiffrées sont extraites des bases Bloomberg.

### Marchés boursiers en France et aux États-Unis



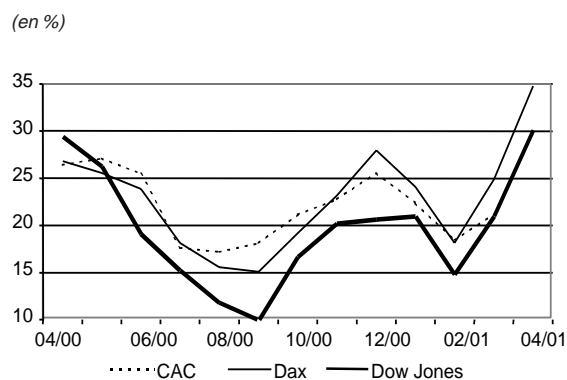
Le mouvement de reprise des marchés boursiers s'est réalisé notamment dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication.

De façon générale, cette reprise a été favorisée par la parution d'analyses concluant que les marchés boursiers étaient désormais sous-évalués ou revenus à des valorisations normales, voire sous-évaluées.

La reprise des bourses européennes a généré une forte croissance de la volatilité historique à 30 jours qui, pour l'indice CAC 40, est passée de 21,2 % en moyenne en mars à 29,8 % en avril, ce qui représente son plus haut niveau depuis un an. Dans le même temps, la volatilité implicite tirée des options sur indice CAC 40 est passée de 23,8 % à 26,4 %, reflétant la persistance d'opinions toujours partagées sur la durabilité de cette phase de hausse. Sur ce plan également, les indices technologiques, qui enregistraient déjà de fortes variations au cours des cinq derniers mois, ont aussi

gagné en volatilité : la volatilité historique de l'ITCAC — quoiqu'en deçà des niveaux extrêmes atteints l'année dernière — s'est ainsi accrue de 8 points à 52,6 %.

### Volatilité historique à 30 jours



Baisse des cours de bourse : mise en perspective

Les profils d'évolution des marchés boursiers durant les phases de baisse de 1987, 1990-1991, 1998 et 2000-2001 se caractérisent par leur diversité, tant par la durée que par leur intensité ainsi que le montre l'observation des graphiques ci-après.

– Le profil de baisse constaté depuis octobre 2000 montre certaines spécificités, car il est constitué de phases successives, interrompues par des reprises temporaires. Sur la base d'une observation à fin avril 2001, l'ajustement réalisé depuis octobre 2000 montrait quelques similitudes avec celui de 1991.

– Il a été opéré sur une période relativement longue.

– La correction moyenne quotidienne enregistrée sur cette période (0,2 %) est relativement modérée par rapport aux autres périodes.

– La baisse enregistrée pour octobre 2000 se distingue aussi par le rôle particulier joué jusqu'à présent par un nombre limité de secteurs (« valeurs technologiques »), ainsi que par une corrélation beaucoup moins nette entre les évolutions de l'indice CAC 40 et celles du Dow Jones : en effet la composante « technologique » de l'indice CAC 40 (28 % de sa capitalisation au 30 avril 2001 et au-delà du tiers à certaines périodes de l'année 2000) dirige parfois la tendance générale, alors que le poids des valeurs des autres secteurs continue de prédominer dans l'indice Dow Jones.

Comparaison des corrections boursières sur la Bourse de Paris depuis 1987

(en pourcentage)

	CAC 40		ITCAC	
	1987/1988	1990/1991	1998 (b)	2000/2001 (c)
<b>Première correction</b>				
Total	- 39,0	- 30,0	- 33,0	- 14,0
Nombre de jours	47,0	111,0	59,0	27,0
Par jour (a)	- 1,0	- 0,3	- 0,7	- 0,6
<b>Correction totale</b>				
Total	- 43,0	- 33,0	- 33,0	
Nombre de jours	105,0	191,0	59,0	
Par jour (a)	- 0,5	- 0,2	- 0,7	

(a) Calcul actuariel

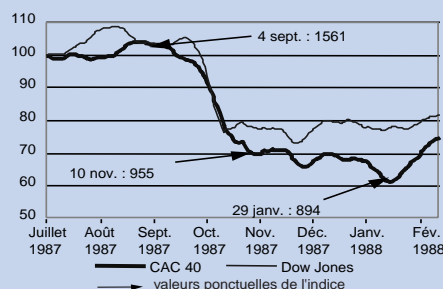
(b) Pour l'année 1998, la correction s'est déroulée sur une seule période.

(c) Les dates retenues pour le calcul des variations pour le CAC et l'ITCAC sont différentes (minimum et maximum de chaque indice).

En 1987

(en base 100 au 9 juillet 1987)

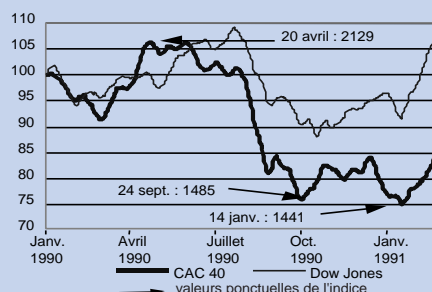
En moyenne glissante sur 10 jours



En 1990-1991

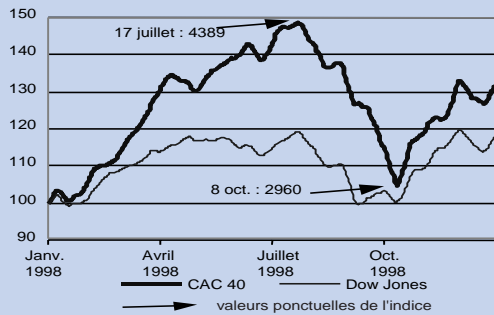
(en base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 1990)

En moyenne glissante sur 10 jours

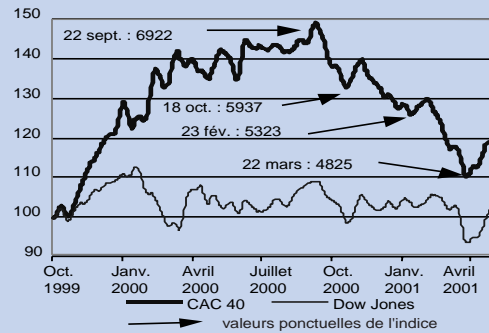


**En 1998**(en base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 1998)

En moyenne glissante sur 10 jours

**En 2000-2001**(en base 100 au 1<sup>er</sup> octobre 1999)

En moyenne glissante sur 10 jours

**Émission de TCN : la loi NRE ouvre le marché des TCN aux collectivités locales**

Depuis les lois de décentralisation et la banalisation des règles de financement par l'emprunt, les collectivités locales ont diversifié leur gestion financière et eu recours à un éventail élargi d'instruments financiers ; elles n'avaient toutefois pas accès au marché des titres de créances négociables (TCN), notamment aux billets de trésorerie, car elles ne figuraient pas au rang des entités admises à émettre ces titres.

La loi du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier définissait les titres de créances négociables et énumérait (art. 19 III) les entités habilitées à en émettre (les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, la Caisse des dépôts et des consignations (CDC), les entreprises autres que celles-ci et présentant certaines conditions, les groupements de ces entreprises, les institutions de la Communauté européenne, les organisations internationales dont la France est membre). L'ordonnance du 24 janvier 1996 y ajoutait la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades).

Le marché des titres de créances négociables s'est fortement développé depuis 1999 sous l'effet des modifications réglementaires adoptées à la fin de l'année 1998. Cette rénovation des textes axée sur la libéralisation du marché et son ouverture européenne et internationale n'avait toutefois pas élargi la gamme des acteurs autorisés à émettre des TCN.

La loi relative aux nouvelles régulations économiques (NRE), en habilitant les collectivités locales et leurs groupements à émettre des titres de créances négociables, élargit le spectre des acteurs susceptibles de solliciter ce compartiment du marché monétaire, en s'alignant sur une situation courante dans de nombreux pays européens, tels que l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la Suède, où les collectivités peuvent émettre à court terme des titres s'apparentant aux TCN français.

## 4. Chronologie

### *5 avril*

Dans un rapport sur le financement des 35 heures, le sénateur Charles Descours estime que le Fonds de financement de la réforme des cotisations patronales de Sécurité sociale présentera des déficits de l'ordre de 15 milliards de francs à 21 milliards dans les prochaines années.

### *13 avril*

Les lettres de cadrage préparatoires à l'élaboration du budget 2002 prévoient de limiter la progression des dépenses à 0,5 % en volume. Le Premier ministre confirme les priorités du gouvernement en faveur de l'emploi, de l'éducation, de la justice et de l'environnement.

### *18 avril*

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie présente un projet de loi portant diverses mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier (MURCEF) destinées notamment à faciliter le passage à l'euro. Le texte propose, par ailleurs, la création d'un Comité de la médiation bancaire, présidé par le gouverneur de la Banque de France.

### *23 avril*

Le député Jean-Pierre Brard juge, dans un rapport sur la sécurisation des cartes bancaires, le dispositif actuel incomplet et préconise une implication accrue de la Banque de France pour la maintenance de la sécurité de la puce et des distributeurs automatiques de billets.

### *24 avril*

Contre l'avis du gouvernement, l'Assemblée nationale adopte une proposition visant à inscrire le principe de la gratuité du chèque dans la loi.

La ministre de l'Emploi et de la Solidarité propose un ensemble de dispositions destinées à prévenir les licenciements économiques, à améliorer la qualité et l'efficacité des plans sociaux et à accroître la contribution des grandes entreprises aux efforts de réindustrialisation.

### *26 avril*

L'Assemblée nationale adopte, en première lecture, le projet de loi sur la sécurité quotidienne qui améliore, en particulier, la lutte contre la fraude aux cartes bancaires.



# La contribution des technologies de l'information et de la communication à la croissance française

*Les technologies de l'information et de la communication (TIC) sont présentées comme un vecteur de plus en plus important de la croissance économique. La présente étude s'efforce d'apporter des éléments de réponse aux deux interrogations suivantes.*

*– Quelle est, en termes quantitatifs, la diffusion des TIC dans l'activité économique française et leur contribution à la croissance ?*

*– L'économie française accuse-t-elle un grand retard en ce domaine par rapport à l'économie américaine et d'autres économies industrialisées ?*

*L'analyse est menée à partir de la méthode classique de «la comptabilité de la croissance» et de ses hypothèses habituelles. Trois produits de TIC sont ici distingués : les matériels informatiques, les logiciels et les matériels de communication. L'évaluation rencontre les problèmes traditionnels de la mesure de la dépense d'investissement, puis de la mesure des prix et des volumes au-delà de la seule connaissance des dépenses d'investissement en valeurs, et enfin ceux de l'estimation des stocks de capital à partir des flux d'investissement. Ces problèmes se posent de façon particulièrement vive concernant les TIC, en raison d'une grande insuffisance, au moins jusqu'à récemment, des statistiques de base, et du fait de l'amélioration extrêmement rapide des performances des matériels.*

*Il ressort de l'évaluation que, sur l'ensemble de l'économie française, la contribution d'ensemble des TIC à la croissance du PIB aurait été en moyenne d'environ 0,2 % par an sur l'ensemble de la période 1969-1999, due pour la moitié environ aux matériels informatiques, et pour un quart chacun aux logiciels et aux matériels de communication. Sur les années les plus récentes (1995-1999), la contribution des TIC augmente progressivement, pour passer à environ 0,3 % en moyenne par an, jusqu'à devenir même plus importante que celle des autres équipements (dont la croissance et donc la contribution ont faibli). Ces évaluations apparaissent sensibles aux hypothèses retenues pour opérer le partage volume-prix des séries d'investissement. Une comparaison avec des évaluations sur d'autres pays montre que, avant le début des années quatre-vingt-dix, la contribution des TIC à la croissance aurait globalement été beaucoup plus importante aux États-Unis qu'en France. Mais cet écart, déjà préoccupant, pourrait s'être encore creusé ces dernières années (depuis 1995). L'écart estimé pour la France serait proche de ceux également trouvés pour les cinq autres pays du G 7 (un peu plus faible cependant pour le Canada et le Royaume-Uni). Si un tel écart était de nature structurelle, il y aurait là, bien sûr, de fortes sources d'inquiétudes pour les performances à moyen et long termes des économies européennes.*

Gilbert CETTE  
Banque de France  
Direction des Études Économiques et de la Recherche  
Jacques MAIRESSE  
Centre de Recherche en économie et statistique (CREST)  
National Bureau of Economic Research (NBER)  
Yussuf KOCOGLU  
Université de la Méditerranée

Dans de nombreux débats et analyses, les technologies de l'information et de la communication (TIC) sont présentées comme un vecteur de plus en plus important de la croissance économique<sup>1</sup>. Le cas de l'économie américaine, où la croissance soutenue des années récentes coïncide avec une diffusion accélérée des TIC, est souvent donné comme l'exemple premier, même si les liens de causalité sont encore loin d'être très solidement établis et parfaitement compris<sup>2</sup>. Les interrogations soulevées sur ce thème sont multiples, et il serait très long de prétendre en rendre compte de façon exhaustive. Signalons seulement ici, de façon illustrative et succincte, une de celles qui concernent plus directement les préoccupations d'une banque centrale : l'impact de la diffusion des TIC sur la croissance tient en grande part aux effets de cette diffusion sur la productivité des facteurs de production.

La présente étude ne va pas, loin de là, aborder complètement cette question, même en ce qui concerne l'économie française. L'approche est ici plus ciblée, et restitue l'avancement actuel de travaux en cours. Il s'agit d'apporter des éléments de réponse aux deux interrogations suivantes :

– Quelle est, en termes quantitatifs, la diffusion des TIC dans l'activité économique française et leur contribution à la croissance ?

– L'économie française accuse-t-elle un grand retard par rapport à l'économie américaine et d'autres économies industrialisées ?

Ces deux questions sont évidemment importantes et y répondre est déjà très difficile. La présente étude, qui reprend des éléments de deux articles des mêmes auteurs, à paraître prochainement dans *Économie et Statistique* (n°339/340 2000 – 9/10), ne peut y apporter qu'une réponse encore partielle et incertaine. Trois produits de TIC sont ici distingués : les matériels informatiques, les logiciels et les matériels de communication. On traite d'abord de la diffusion des TIC dans l'activité économique, en abordant brièvement les problèmes de mesures statistiques, avant de proposer une évaluation comptable de leur contribution à la croissance<sup>3</sup>. À chacune de ces étapes, des éléments de comparaison sont, autant que possible, fournis avec l'économie américaine et, sur le dernier aspect, d'autres économies industrialisées.

## 1. Quelle est la diffusion des TIC dans l'économie française ?

Il convient d'emblée de bien distinguer, d'une part, la place des TIC dans l'économie, qui correspond à la diffusion de leur utilisation dans l'ensemble des secteurs économiques et, d'autre part, celle qui correspond au développement des secteurs de production des biens et services liés à ces technologies. La première perspective est celle où nous nous plaçons ici. Sur la seconde, une récente évaluation, proposée par M. Didier et M. Martinez (2000), indique que, par comparaison avec les États-Unis, le poids des TIC dans les activités productives (en pourcentage du PIB) serait en France relativement très faible pour les matériels informatiques, presque comparable pour les services informatiques (dont une partie est par nécessité plus localisée auprès des utilisateurs) et peu éloignée pour les matériels et services de télécommunications, dans lesquels la France est connue pour être assez performante<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Sur ce thème et le « paradoxe de Solow » suivant lequel « on voit des ordinateurs partout sauf dans les statistiques de productivité », cf. bibliographie en fin d'étude, par exemple, la première partie de D. Foray et J. Mairesse (éditeurs) (1999)

Sur le consensus actuel, cf., par exemple, OCDE (2000)

<sup>2</sup> Cf., par exemple, *Council of Economic Advisers* (2000)

<sup>3</sup> Pour plus de précisions sur les problèmes de mesure et sur les résultats, le lecteur pourra se reporter aux deux articles des auteurs à paraître dans *Économie et Statistique*

<sup>4</sup> Cf. également sur ce thème J.P. Berthier (2000)



Pour autant, un poids (relativement) faible des secteurs de production des TIC dans un pays n'implique pas nécessairement que les avantages économiques qu'il peut tirer de l'utilisation de ces technologies restent eux-mêmes faibles, puisqu'il peut importer les biens et services correspondants sans les produire lui-même. Ce point important fait néanmoins débat. Le rapport récent de D. Cohen et M. Debonneuil (2000) souligne ainsi que le pays *leader* en matière de production de TIC peut bénéficier de cette position, non seulement en termes de créations d'emplois et d'effets directs sur la croissance, mais aussi par des effets d'entraînement spécifiques liés notamment à une avance technologique et un avantage compétitif sur les pays concurrents, et à une adaptation plus rapide et meilleure des produits aux besoins des utilisateurs nationaux.

La diffusion proprement dite des TIC dans l'économie est souvent repérée en termes de différents indicateurs quantitatifs de taux d'équipements (tels que le pourcentage de salariés travaillant sur un matériel informatique dans les entreprises)<sup>5</sup>. Un tel repérage reste cependant insuffisant quand il s'agit de mettre en relation la diffusion des TIC et la croissance économique. En effet, il convient alors d'évaluer les TIC comme facteur de production, c'est-à-dire en termes de flux d'investissement et de stock de capital accumulé. Se posent alors les problèmes traditionnels de la mesure de la dépense d'investissement, puis de la mesure des prix et des volumes au-delà de la seule connaissance des dépenses d'investissement en valeur et, enfin, ceux de l'estimation des stocks de capital à partir des flux d'investissement. Ces problèmes se rencontrent de façon particulièrement vive concernant les TIC, en raison d'une grande insuffisance, au moins jusqu'à récemment, des statistiques de base, et du fait de l'amélioration extrêmement rapide des performances des matériels. On ne détaillera pas ici les difficultés ainsi posées et la façon dont les statisticiens et comptables nationaux essaient de les traiter, mais on ne peut éviter de les évoquer brièvement.

La première grande difficulté est celle de la simple mesure en valeur de l'investissement en matière de TIC et celle, en amont, de leur définition et de leur frontière avec d'autres formes d'investissement. Comme dans la plupart des études récentes, nous considérons ici l'ensemble des dépenses d'investissement en matériels informatiques, matériels de communication et logiciels<sup>6</sup>. Ces dépenses sont mal connues pour plusieurs raisons, notamment parce que leurs frontières avec d'autres produits ou services sont parfois fort imprécises. L'exemple des logiciels illustre bien cette imprécision. Ceux qui sont intégrés aux biens informatiques ne sont en fait pas comptablement séparés de ces derniers (ce qui serait difficilement réalisable), les dépenses correspondantes sont donc intégrées à celles relatives aux matériels. On doit, par ailleurs, distinguer trois catégories dans les logiciels (non incorporées aux matériels) : les logiciels prêts à l'usage (*prepackaged*), les logiciels auto-produits (*own-account*) et ceux qui sont des améliorations personnalisées de logiciels achetés (*custom*). Les dépenses relatives aux deux dernières catégories pour l'élaboration ou l'amélioration de logiciels par des entreprises sont difficiles à cerner, les dépenses de personnel correspondantes n'étant généralement pas séparées comptablement<sup>7</sup>. Autre illustration de très grande importance : les dépenses en matériels informatiques correspondent à des matériels physiquement isolés et ne concernent pas l'informatique directement intégrée dans de nombreux équipements productifs, tels que les machines-outils ou les robots. Les dépenses correspondant à cette informatique intégrée sont comptabilisées comme des investissements relatifs à ces biens d'équipements et non pas en matériels informatiques ; elles sont néanmoins extrêmement élevées et on estime qu'elles pourraient être de l'ordre de deux fois les dépenses d'investissement en matériels informatiques *stricto sensu*<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Cf., par exemple, SESSI, SJTI, INSEE (1999)

<sup>6</sup> Comme dans ces études, nous ne prenons pas en compte les dépenses spécifiques de formation et d'apprentissage des personnels à l'utilisation de ces matériels et logiciels, qui sont vraisemblablement importantes.

<sup>7</sup> Ces dépenses sont reconstituées par les comptables nationaux à partir de sources fragiles et parfois de quelques enquêtes irrégulières (aux États-Unis) renseignant sur le temps passé par des salariés à des activités de programmation et leur rémunération.

<sup>8</sup> Dans les équilibres ressources-emplois de la comptabilité nationale, ces dépenses sont très logiquement comptabilisées en consommation intermédiaire (des entreprises produisant les biens d'équipements) et non en formation brute de capital fixe.

En France, au niveau de l'ensemble de l'économie, la part des TIC serait passée d'environ 10 % en 1980 à 18 % en 1999 dans le total des dépenses (en valeur) d'investissement (ou formation brute de capital fixe) en équipements (hors bâtiments), ou encore d'un ratio par rapport au PIB de 1 % en 1980 à 1,8 % en 1999 (tableau 1). Des trois composantes des TIC que nous distinguons, les dépenses en logiciels auraient connu la croissance la plus importante, pour représenter en 1999 plus de 70 milliards de francs, soit 45 % de l'ensemble, contre, respectivement, 55 milliards de francs et 35 % pour les matériels de communication, et 33 milliards de francs et 20 % pour les matériels informatiques.

Tableau 1  
L'investissement en France par grands produits (en valeur)

	Valeur en milliards de francs				Importance en % par rapport à l'ensemble				Ratio en % par rapport au PIB			
	1980	1990	1995	1999	1980	1990	1995	1999	1980	1990	1995	1999
Total TIC	29,0	90,3	98,7	162,0	10,3	12,2	13,0	17,8	1,0	1,4	1,5	1,8
dont :												
<i>Matériel</i>												
<i>Informatique</i>	7,8	29,3	28,2	33,6	2,8	3,9	3,7	3,7	0,3	0,4	0,4	0,4
<i>Logiciels</i>	7,0	27,9	35,7	73,6	2,5	3,8	4,7	8,1	0,2	0,4	0,5	0,8
<i>Communication</i>	14,2	33,1	34,8	54,8	5,0	4,5	4,6	6,0	0,5	0,5	0,5	0,6
Équipements	201,4	495,6	479,7	555,1	71,6	66,7	63,3	61,1	7,0	7,5	7,2	6,3
dont :												
<i>Matériel de transport</i>	49,9	127,9	126,9	155,8	17,7	17,2	16,7	17,2	1,7	1,9	1,9	1,8
<i>Autres matériels</i>	151,5	367,6	352,9	399,3	53,9	49,5	46,6	44,0	5,3	5,6	5,3	4,5
Recherche et développement	50,8	157,2	179,1	190,9	18,1	21,2	23,6	21,0	1,8	2,4	2,7	2,2
<b>Ensemble</b>	<b>281,2</b>	<b>743,1</b>	<b>757,5</b>	<b>908,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>

Champ : Ensemble de l'économie  
NB : Le terme « équipements » désigne l'ensemble des matériels hors TIC (matériels de transport + autres matériels).

Sources : Comptabilité nationale et calculs des auteurs

Aux États-Unis, l'effort d'investissement en TIC apparaît nettement plus important que celui constaté en France. La comparaison ne peut cependant se faire assez « aisément » que sur le seul champ de l'économie privée. Sur ce champ plus restreint, les dépenses d'investissement en TIC correspondent en 1998 à un ratio d'environ 3,6 % du PIB (soit plus du double du ratio français). L'écart par rapport à la France était négligeable en 1970, mais s'est assez régulièrement creusé depuis. Il est devenu particulièrement important pour les matériels informatiques et les logiciels et reste plus réduit pour les matériels de communication. Parallèlement, la part des TIC dans le total de l'investissement en équipements a aussi progressé beaucoup plus rapidement aux États-Unis, passant de 17 % en 1970 à 36 % en 1998. Sur la base de ces évaluations de comptabilité nationale, il semble probable que la diffusion des TIC est beaucoup plus importante aux États-Unis qu'en France. Soulignons, cependant, qu'une part de l'écart constaté tient sans doute à une comptabilisation plus fréquente en utilisation finale (dont investissement) qu'en utilisation intermédiaire aux États-Unis<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Sur cet aspect, cf. les deux articles des auteurs à paraître dans *Économie et Statistique*, et F. Lequiller (2000)

La deuxième très grande difficulté de l'évaluation des TIC comme facteur de production est la nécessité du partage volume-prix des dépenses d'investissement en valeur, indispensable pour caractériser l'évolution des dépenses réelles, ou dépenses en volume, indépendamment de l'évolution des prix. Deux approches méthodologiques extrêmes sont théoriquement envisageables pour ce partage : une approche dite aux « coûts des facteurs », qui se fonde seulement sur le contenu en facteurs de production mais ignore les performances productives des biens d'investissement considérés, et une approche dite aux « services producteurs » qui prendrait totalement en compte leurs performances productives. L'une et l'autre approches conduisent en principe à définir et à construire des indices de prix différents, et donc des indices de volume différents, les premiers ne tenant compte que des progrès dans la production des biens et les seconds prenant également en considération les progrès dans la qualité de ces biens. On conçoit que les évolutions respectives de ces indices peuvent être fort éloignées dans des secteurs où les innovations de procédés et de produits sont très importantes et se conjuguent pour diminuer les coûts de production des biens et augmenter leurs performances.

Dans la pratique, on peut considérer que l'approche des comptes nationaux pour opérer le partage sur des biens d'équipement « standard » est plus ou moins intermédiaire entre une approche aux coûts des facteurs et une approche aux services producteurs, tout en étant sans doute plus proche de la première. Mais concernant les TIC, dont les performances sont supposées changer très rapidement, tout particulièrement pour les matériels informatiques, des efforts spécifiques ont été développés pour opérer un partage volume-prix se rapprochant d'une logique « aux services producteurs ». Les méthodes retenues sont principalement la méthode hédonique (ou méthode des caractéristiques) et la méthode d'appariement (*matched method*). Mais il est clair que ces méthodes ne remplissent leurs objectifs que de façon imparfaite<sup>10</sup>. (Cf. annexe méthodologique)

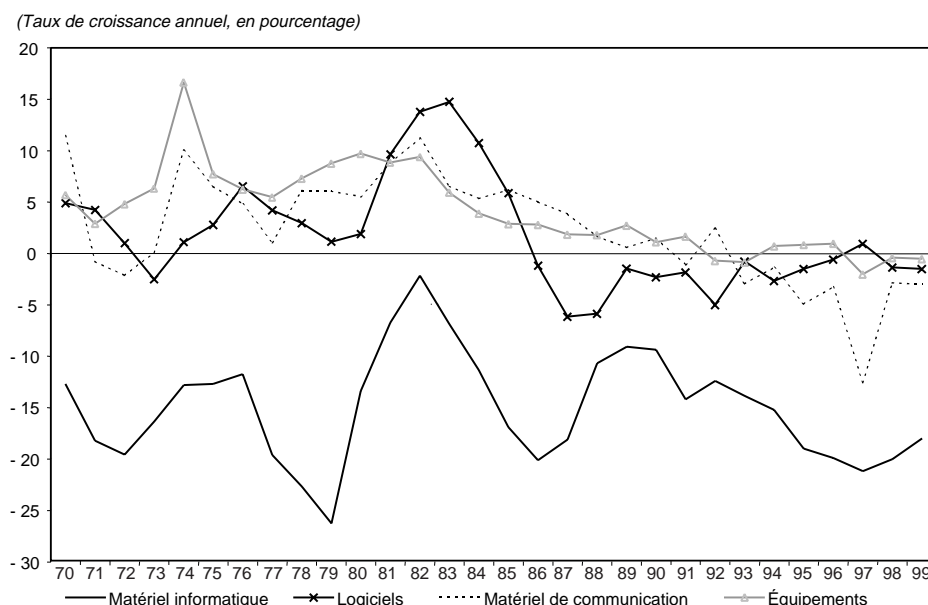
Malgré les efforts importants déjà entrepris par les statisticiens et comptes nationaux, il apparaît qu'en France, mais aussi aux États-Unis, les méthodologies actuellement utilisées pour évaluer les prix des investissements sont hétérogènes selon les équipements. Compte tenu des modifications dans les parts relatives des différents types d'équipement équipements, cette hétérogénéité n'est pas sans conséquence sur la lecture des facteurs de la croissance. Cela reste le cas au sein même des trois produits constituant ici les TIC, les méthodes hédoniques étant appliquées aux matériels informatiques et pas encore aux matériels de communication, et aux États-Unis (et pas en France) pour une part seulement des logiciels. Il en résulte vraisemblablement, dans les évaluations que nous présentons, une forte surestimation de l'évolution des prix des investissements en logiciels et matériels de communication, et donc une forte sous-estimation de l'évolution des volumes correspondants d'investissement et de capital. De façon cependant à ce que la comparaison entre France et États-Unis ne puisse être trop entachée par l'hétérogénéité des méthodes, nous avons préféré retenir, pour chacun des trois produits des TIC considérés, les indices de prix de la comptabilité nationale américaine, ajustés pour tenir compte des modifications de change entre le franc et le dollar<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Les méthodes hédoniques (ou méthodes des caractéristiques) consistent à relier, au moyen d'équations économétriques, les différences entre les prix d'un même type de biens (par exemple, les micro-ordinateurs portables) aux différences relatives à leurs caractéristiques principales (par exemple, rapidité, mémoire, poids, etc.). La méthode d'appariements consiste à prendre en compte dans le calcul de l'indice de prix que les produits présents sur le marché les deux périodes successives.

<sup>11</sup> Les évolutions des indices de prix relatifs aux matériels informatiques, corrigées des effets qualité en France comme aux États-Unis, sont très proches dans les deux pays. Pour les équipements autres que ceux relatifs aux TIC, nous avons préféré retenir, en revanche, les indices de prix de la comptabilité nationale française, sans que cela puisse avoir une incidence forte sur la comparaison des résultats entre les deux pays.

Le graphique 1 montre ainsi que le prix de l'investissement en matériels informatiques a connu sur toute la période une forte baisse par rapport aux matériels de communication et aux logiciels (liée sans doute, en grande part, aux différences dans les méthodes d'évaluation) et plus encore par rapport aux autres équipements (hors bâtiments). Entre 1970 et 1999, le prix des matériels informatiques a ainsi été divisé par plus de 100, tandis que le prix des logiciels a augmenté d'environ 55 %, celui des matériels de communication de 80 % et celui des équipements de 230 %.

Graphique 1  
Prix des produits d'investissements en France



Champ : Ensemble de l'économie

NB : Le terme « équipements » désigne l'ensemble des matériels hors TIC  
(i.e. matériels de transport + autres matériels)

Sources : Comptabilité nationale et calculs des auteurs

La troisième très grande difficulté de l'évaluation des TIC comme facteur de production (et la dernière que nous évoquons ici) est celle de l'évaluation (du volume de stock) du capital à partir de celle (du volume du flux) de l'investissement. La méthode chronologique (appelée le plus souvent, de façon impropre, méthode de « l'inventaire permanent ») consiste à simuler le processus d'accumulation du capital à partir de la connaissance des séries d'investissement sur le passé, en spécifiant des « lois de déclassement et de dépréciation » (ou « lois de mortalité et d'amortissement »). Nous appliquons ici une forme particulièrement simple de cette méthode, sans que cela puisse avoir beaucoup d'incidence sur nos résultats, en faisant l'hypothèse d'un taux annuel constant de déclassement, de 30 % pour les matériels informatiques et les logiciels, et de 15 % pour les matériels de communication et les autres équipements. Ces taux sont *grosso modo* cohérents avec ceux (implicites) qui sont utilisés dans les calculs de la comptabilité nationale française et proches de ceux de la comptabilité nationale américaine.

## 2. Quelle est la contribution de la diffusion des TIC à la croissance française ?

Sur la base de la méthode classique de « la comptabilité de la croissance » et de ses hypothèses habituelles, il est possible de calculer les contributions comptables des différents facteurs de production à la croissance économique. Cette méthode repose, notamment, sur une modélisation des activités économiques productives en termes de fonction de production et sur des hypothèses de concurrence parfaite sur les marchés des facteurs et ceux des biens et services produits. Elle est appliquée ici à l'ensemble de l'économie française et, séparément, pour les matériels informatiques, de communication et les logiciels, ainsi que pour les autres équipements<sup>12</sup>.

Le graphique 2 ainsi que le tableau 2 résument les résultats de nos évaluations pour la France. Il en ressort que, sur l'ensemble de l'économie française, la contribution d'ensemble des TIC à la croissance du PIB aurait été en moyenne d'environ 0,2 % par an sur l'ensemble de la période 1969-1999, due pour la moitié environ aux matériels informatiques, et pour un quart chacun aux logiciels et aux matériels de communication. Cette contribution s'élèverait ainsi aux deux tiers environ de celle des autres équipements, qui constitue cependant de l'ordre de 80 % à 90 % sur la période du total des dépenses d'investissement. L'importance de la contribution des TIC s'explique principalement par la croissance extrêmement rapide du (volume du stock de) capital correspondant, particulièrement pour les matériels informatiques : plus de 30 % en moyenne par an entre 1969 et 1999, mais aussi, dans une moindre mesure, pour les logiciels (13 %) et les matériels de communication (7 %). Le capital relatif aux autres équipements connaît une progression beaucoup plus modérée (4 %). Pour les années les plus récentes (ici 1995-1999), la contribution des TIC augmente progressivement, pour passer à environ 0,3 % en moyenne par an, jusqu'à devenir plus importante que celle des autres équipements (dont la croissance et donc la contribution ont faibli).

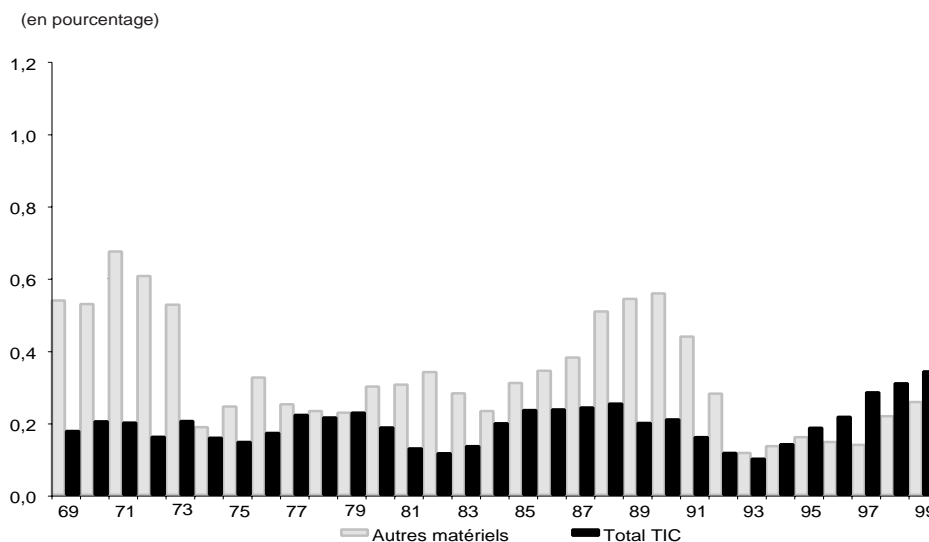
Tableau 2  
Contribution comptable du capital à la croissance du PIB français

	(moyennes annuelles, en %)				
	1969-1979	1979-1989	1989-1999	1989-1995	1995-1999
Total TIC	0,19	0,20	0,21	0,16	0,27
dont :					
Matériels informatiques	0,12	0,13	0,10	0,09	0,13
Logiciels	0,03	0,04	0,07	0,05	0,09
Matériels de communication	0,04	0,03	0,04	0,03	0,05
Équipements	0,40	0,35	0,28	0,32	0,19
dont :					
Matériels de transport	0,09	0,04	0,07	0,07	0,06
Autres matériels	0,31	0,31	0,21	0,25	0,12

Champ : Ensemble de l'économie  
Source : Calculs des auteurs

<sup>12</sup> De façon plus précise, la méthode conduit à mesurer la contribution à la croissance d'un facteur de production comme le produit du taux de croissance du volume de ce facteur par sa part de rémunération dans la valeur ajoutée. Les volumes de capital en TIC et autres équipements sont évalués comme nous venons de l'expliquer et les parts de rémunération correspondantes dans la valeur ajoutée sont calculées à partir d'une estimation du coût d'usage de ces facteurs. Pour des précisions sur la méthode en général et les estimations des coûts d'usage et des parts de rémunération, on pourra se reporter aux deux articles des auteurs à paraître dans *Économie et Statistique*.

Graphique 2  
**Contribution comptable de la diffusion des TIC  
à la croissance du PIB français**



Champ : Ensemble de l'économie

NB : La contribution des TIC à la croissance était de 0,35% en 1999, celle des équipements de 0,30% pour un taux de croissance du PIB de 2,9%.

Source : Calculs des auteurs

On a évoqué plus haut quelques difficultés de mesure des dépenses d'investissement en TIC et du partage volume-prix de ces dépenses. Il est intéressant d'apprécier l'impact possible de ces incertitudes sur les évaluations qui viennent d'être fournies de la contribution des TIC à la croissance française. On va ici fournir de tels éléments d'appréciation concernant la seule question du partage volume-prix des données d'investissement en valeur.

Les données de prix mobilisées dans la présente étude sont, pour les matériels informatiques et les logiciels, les séries américaines (du BEA), corrigées d'un effet de change et, pour les matériels de communication, celles de la comptabilité nationale française. Le partage volume-prix pour les matériels informatiques repose principalement sur une méthode hédonique et aboutit (cf. graphique 1) à une baisse rapide et continue des prix (- 15 % en moyenne par an environ sur l'ensemble de la période 1969-1999). Pour les matériels de communication, la méthodologie n'est pas très éloignée d'une approche aux coûts des facteurs et aboutit à une évolution supérieure (2 % environ). Pour les logiciels, la méthodologie est intermédiaire (1,6 %). Deux variantes ont été réalisées. Dans la première (dite variante prix « faible »), les prix des trois produits d'investissement en TIC sont supposés évoluer comme ceux des matériels de communication ; par rapport à l'évaluation centrale de la présente étude, l'évolution des prix est donc plus forte, de façon marquée pour les matériels informatiques et faiblement pour les logiciels. Dans la seconde variante (dite variante prix « forte ») les prix des trois produits sont supposés évoluer comme ceux des matériels informatiques par rapport à l'évaluation centrale, l'évolution des prix est donc sensiblement plus faible pour les logiciels et les matériels de communication. Ces variantes fournissent sans doute des évaluations extrêmes qui encadrent, sur cette question du partage volume-prix, la réalité économique que l'on cherche à apprécier.

Il ressort de cette évaluation variantielle que la contribution des TIC à la croissance est assez incertaine et sensible au partage volume-prix des dépenses d'investissement en valeur (cf. tableau 3). Ainsi, sur les dernières années (1995-1999), la contribution annuelle moyenne des TIC à la croissance du PIB se situerait dans une fourchette allant de 0,2 % à 0,6 %, contre une contribution de 0,3 % dans l'évaluation centrale. Sans « bouleverser » le diagnostic précédemment proposé, cette rapide illustration montre que la contribution des TIC à la croissance pourrait être environ deux fois plus forte que celle de l'évaluation centrale, si l'on suppose que les services producteurs de l'ensemble des TIC progressent au même rythme que ceux des matériels informatiques.

Tableau 3  
**Contribution comptable du capital à la croissance du PIB français :  
 deux variantes d'évaluation**

	<i>(moyenne annuelle, en %)</i>					
	Variante prix « faible »			Variante prix « forte »		
	1979-1989	1989-1995	1995-1999	1979-1989	1989-1995	1995-1999
Total TIC	0,09	0,08	0,21	0,43	0,33	0,60
dont :						
<i>Matériels informatiques</i>	0,03	0,02	0,04	0,13	0,09	0,13
<i>Logiciels</i>	0,03	0,03	0,12	0,13	0,12	0,29
<i>Matériels de communication</i>	0,03	0,03	0,05	0,17	0,12	0,18

*Dans la variante prix « faible », les prix des matériels de communication sont appliqués au partage volume-prix des matériels informatiques et des logiciels. Dans la variante prix « forte », les prix des matériels informatiques sont appliqués aux logiciels et aux matériels de communication.*

*Champ : Ensemble de l'économie*

Source : Calculs des auteurs

### 3. La France est-elle dans une situation comparable à celle des autres grands pays industrialisés ?

Une évaluation comparable à la nôtre a été faite à l'OCDE par P. Schreyer (2000) pour la France et les autres pays du G 7, concernant les matériels informatiques et de communication, d'une part, et l'ensemble du capital fixe (ensemble des équipements et bâtiments), d'autre part. Comme le montre le tableau 4, elle aboutit à des résultats dont les ordres de grandeur sont proches pour la France de ceux que nous trouvons.



Tableau 4

**Contribution comptable de la diffusion des matériels informatiques et des matériels de communication à la croissance du PIB des pays du G 7**

*(par année, en %)*

		1980-1985	1985-1990	1990-1996
<b>France</b>	Matériel informatique et de communication	0,17	0,23	0,17
	Ensemble du capital fixe	1,0	1,3	1,0
<b>Allemagne (Ouest)</b>	Matériel informatique et de communication	0,12	0,17	0,19
	Ensemble du capital fixe	1,0	1,2	1,0
<b>Italie</b>	Matériel informatique et de communication	0,13	0,18	0,21
	Ensemble du capital fixe	0,9	0,9	0,7
<b>Royaume-Uni</b>	Matériel informatique et de communication	0,16	0,27	0,29
	Ensemble du capital fixe	0,8	1,1	0,8
<b>États-Unis</b>	Matériel informatique et de communication	0,28	0,34	0,42
	Ensemble du capital fixe	1,1	1,0	0,9
<b>Canada</b>	Matériel informatique et de communication	0,25	0,31	0,28
	Ensemble du capital fixe	1,3	1,1	0,7
<b>Japon</b>	Matériel informatique et de communication	0,11	0,17	0,19
	Ensemble du capital fixe	0,8	1,3	1,0

*Champ : Ensemble de l'économie*

Source : Évaluation de P. Schreyer (2000)

Outre l'évaluation de P. Schreyer, deux autres évaluations très récentes ont été faites, pour les États-Unis, par S. Oliner et D. Sichel (2000) et par D. Jorgenson et K. Stiroh (2000). Ces évaluations concernent l'économie privée ainsi que les nôtres, évalués sur ce même champ et leurs résultats sont résumés dans le tableau 5. Par ailleurs, de ces deux évaluations, celle de S. Oliner et D. Sichel (2000) est, sur le plan méthodologique, la plus comparable à la nôtre, l'évaluation de D. Jorgenson et K. Stiroh (2000) considérant l'amortissement de biens durables détenus par les ménages comme une consommation de capital fixe, ce qui aboutit à une autre évaluation spécifique des « services du capital » ainsi qu'à une autre mesure du PIB. Si on les compare aux nôtres (avec une grande prudence, en raison d'autres différences mineures de champ et de méthodes et surtout de l'incertitude générale des évaluations dans les deux pays), il apparaît que, avant le début des années quatre-vingt-dix, la contribution des TIC à la croissance aurait globalement été plus de 100 % plus importante aux États-Unis qu'en France. Mais cet écart, déjà préoccupant, pourrait s'être encore creusé ces dernières années (depuis 1995), pour atteindre des ordres de grandeur de 300 %. Pour la période antérieure à 1996, les résultats obtenus par P. Schreyer (2000) indiquent que l'écart estimé pour la France serait proche de ceux également trouvés pour les cinq autres pays du G 7 (un peu plus faible, cependant, pour le Canada et le Royaume-Uni).

Tableau 5

**Contribution comptable du capital à la croissance du PIB**

Comparaison entre cette évaluation pour la France et des évaluations pour les États-Unis

(par année, en %)

	France			États-Unis					
	Présente étude			D. Jorgenson et K. Stiroh (2000)			S. Oliner et D. Sichel (2000)		
	1973-1990	1990-1995	1995-1998	1973-1990	1990-1995	1995-1998	1973-1990	1990-1995	1995-1998
<b>Total TIC</b>	<b>0,20</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,35</b>	<b>0,40</b>	<b>0,76</b>	<b>0,49</b>	<b>0,57</b>	<b>1,10</b>
Matériel informatique	0,11	0,07	0,10	0,20	0,19	0,46	0,27	0,25	0,63
Logiciels	0,04	0,04	0,07	0,07	0,15	0,19	0,11	0,25	0,32
Matériel de communication	0,05	0,03	0,07	0,08	0,06	0,10	0,11	0,07	0,15
Équipements et bâtiments	0,85	0,61	0,48	0,81	0,51	0,86	0,86	0,44	0,75

Champ : Ensemble de l'économie privée

NB : Jorgenson-Stiroh (2000) : tableau 2 ; Oliner-Sichel (2000) : tableau 1, pour les États-Unis  
L'évaluation de D. Jorgenson et K. Stiroh (2000) n'est pas directement comparable à la notre.  
En effet, elle considère l'amortissement de biens durables détenus par les ménages comme une consommation de capital fixe, ce qui aboutit à une autre évaluation spécifique des « services du capital » ainsi qu'à une autre mesure du PIB.

Sources : Comptabilité nationale et calculs des auteurs pour la France

On peut voir, dans le creusement récent de tels écarts avec les États-Unis, le résultat d'une situation économique conjoncturelle qui a été sur les années récentes meilleure dans ce pays que dans les autres pays, dont la France. Cette conjoncture plus favorable aurait appelé (par des effets d'accélération) un fort mouvement d'accumulation du capital dont auraient bénéficié les techniques les plus avancées, et tout particulièrement les TIC. L'amélioration de la conjoncture en Europe et en France permettrait alors de retrouver une situation moins déséquilibrée vis-à-vis des États-Unis. L'hypothèse d'un tel rattrapage est avancée par de nombreux auteurs (par exemple, C. Gust et J. Marquez [2000]). Cette lecture optimiste du creusement récent des écarts dans la contribution des TIC à la croissance reste évidemment à vérifier sur les prochaines années. Il n'en reste pas moins aussi que, même avant la période récente, la diffusion plus rapide des TIC aux États-Unis y aurait davantage contribué à la croissance qu'en France ainsi que dans les autres pays européens, avec des écarts déjà très notables. Quelques économistes avancent d'ailleurs l'hypothèse que les effets favorables des TIC sur la croissance sont principalement localisés dans les activités produisant les TIC, nettement plus développées aux États-Unis que dans les pays européens dont la France (cf., par exemple, R. Gordon [2000]). Si cette hypothèse se trouvait confirmée par d'autres travaux (et n'étaient pas liés à une incertitude qui reste sans aucun doute forte dans toutes ces évaluations), il y aurait là, bien sûr, de fortes sources d'inquiétudes pour les performances à moyen et long termes des économies européennes.

## Références bibliographiques

J-P. Berthier (2000) : « La diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication dans l'économie », dans *L'Économie française, Édition 2000-2001*, INSEE

D. Cohen et M. Debonneuil (2000) : « Nouvelle économie », *Rapport du Conseil d'analyse économique* auprès du Premier Ministre, n°28

Council of Economic Advisers (2000) : « Economic Report of the President – 2000 », February, tout particulièrement le chapitre 3 (pp. 97-128) : *Technology and the American Economy*

M. Didier et M. Martinez (2000) : « Le poids des technologies de l'information et de la communication dans le système productif », *Complément A au Rapport au Conseil d'analyse économique* de D. Cohen et M. Debonneuil (2000)

D. Foray et J.Mairesse (éditeurs) (1999) : « Innovations et performances : approches interdisciplinaires », *Éditions de L'École des Hautes Etudes en Sciences Sociales*, Paris

R. Gordon (2000) : « Commentaire de l'analyse de D. Jorgenson et K. Stiroh (2000) », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1

C. Gust et J. Marquez (2000) : « Productivity Delopments Abroad », *Federal Reserve Bulletin*, Octobre

D. Jorgenson et K. Stiroh (2000) : « Raising the Speed Limit: U. S. Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1

F. Lequiller (2000) : « La nouvelle économie et la mesure de la croissance », à paraître dans *Économie et Statistique*

OCDE (2000) : « A New Economy ? : The Changing Role of Innovations and Information Technology in Growth », *Directorate for Science, Technology and Industry contribution for the June 2000 meeting of the OECD Council at Ministerial Level*, 25 mai

S. Oliner and D. Sichel (2000) : « The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story ? », à paraître dans *The Journal of Economic Perspectives*

P. Schreyer (2000) : «The contribution of Information and Communication Technology to Output Growth: a Study of the G 7 Countries », *STI Working Paper 2000/2*, 22 mars

SESSI, SJTI, INSEE (1999) : *Technologies et société de l'information, Analyse – Chiffres clés*

### Méthode hédonique et méthode d'appariements

La méthode hédonique de partage volume-prix des biens d'équipement consiste, dans sa version la plus fréquente, à estimer économétriquement la valeur des produits auxquels on s'intéresse (par exemple des micro-ordinateurs) en retenant pour variables explicatives un ensemble de caractéristiques techniques (mémoire, poids, vitesse...) et des variables indicatrices pour chaque période de temps (chaque année si cette méthode est appliquée sur données annuelles). Les coefficients des variables indicatrices correspondent aux prix de chaque période (prix annuels par exemple), à caractéristiques et donc à volumes supposés inchangés. Cette méthode peut conduire à considérer que le prix d'un nouveau bien, de performances supérieures, est inférieur au prix du bien ancien, même si sa valeur de marché est strictement identique et quels que soient ses coûts de production ; en contrepartie, son volume est plus élevé. Ce résultat est caractéristique du marché des TIC, et les méthodes hédoniques appliquées dans ce cas aboutissent effectivement à accentuer la tendance déjà forte à la baisse des prix. Cette méthode prend bien en compte certaines performances productives des produits considérés, mais elle ne peut toujours prendre en compte l'apparition de certaines caractéristiques « vraiment nouvelles ». De plus, elle ignore en règle générale la dimension des coûts variables. Par exemple, dans le cas des matériels informatiques, les nouvelles générations d'équipements ont, pour une même valeur, voire une valeur moindre, une efficacité productive plus importante et impliquent des coûts variables moins importants (pour un même output) que les précédentes générations. La méthode hédonique s'efforce de prendre en compte le premier aspect (efficacité productive) mais ignore le second (économie de coûts variables par unité d'output). En conséquence, elle surestime la croissance des prix « aux services producteurs ». Elle fournit donc une évaluation de l'évolution des prix intermédiaire par rapport aux approches « aux coûts des facteurs » et « aux services producteurs ».

La méthode d'appariements (*matched method*), fréquemment utilisée en pratique, consiste à ne prendre en compte dans le calcul de l'indice de prix que les produits présents sur le marché les deux périodes successives. Elle ne cherche pas à évaluer la variation des prix induite par l'apparition d'un produit nouveau au moment où il apparaît. Pour des marchés comme celui des TIC, où le renouvellement des produits est extrêmement rapide, cette convention de calcul devient très forte car des baisses de prix interviennent en même temps que l'introduction de nouveaux produits sur le marché. Ainsi, pour les TIC, il est courant de commercialiser en même temps un produit nouveau à la fois plus performant et moins cher que le précédent. La méthode d'appariements ne prend pas en compte la baisse de prix liée à l'apparition du nouveau produit et aboutit donc à une surestimation de l'évolution des prix (c'est à dire, concernant les TIC, à une sous-estimation de la baisse). Cette surestimation peut être d'autant plus forte que le renouvellement des produits est lui-même important, ce qui est évidemment le cas pour les TIC.



## Les conditions d'équilibre sur le marché des biens

*En période de reprise conjoncturelle, des tensions inflationnistes peuvent se manifester tant sur le marché du travail que sur le marché des biens. Sur le marché du travail, l'évolution des coûts salariaux unitaires s'impose assez largement aux entreprises et leur maîtrise peut s'avérer d'autant plus difficile qu'elles font face à des difficultés de recrutement croissantes. Sur le marché des biens, confrontées à une demande excessive par rapport à leurs capacités productives — reflétée par une hausse du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) ou un allongement des délais de livraison — les entreprises peuvent être tentées de relever sensiblement leur taux de marge.*

*Cette étude se concentre sur ce deuxième canal, générateur d'inflation, centré sur le marché des biens. En effet, les taux d'accumulation observés depuis le début de la phase actuelle de reprise conjoncturelle apparaissent largement insuffisants au regard des niveaux qui prévalaient lors du pic d'activité de la fin des années quatre-vingt. Ainsi, le taux de croissance moyen du stock de capital entre 1997 et 2000 a plafonné à 2,9 %, alors qu'il atteignait 5,4 % entre 1987 et 1990 pour des rythmes de croissance de l'activité similaires (3,4 % entre 1987 et 1990 et 3,2 % entre 1997 et 2000). La hausse régulière du taux d'utilisation des capacités de production depuis 1997, passant de 81,7 % au quatrième trimestre 1996 à 88,0 % au quatrième trimestre 2000, trouve son origine dans cette faiblesse relative de l'investissement, contribuant ainsi de manière significative à la remontée de l'inflation sous-jacente .*

*Une maquette de taille réduite a été construite afin d'analyser les évolutions du TUC et de l'inflation en réaction à l'évolution de la demande, en intégrant explicitement la dynamique du stock de capital. Quatre enseignements peuvent être tirés de l'utilisation de cette maquette à court et moyen termes.*

- Une accélération soutenue de la demande ne donne lieu que de manière partielle et retardée à un ajustement de l'offre productive. Des tensions émergent alors sur le marché des biens, entraînant une accélération de l'inflation sous-jacente.*
- Ces tensions sont d'autant plus marquées que la reprise est brutale et concentrée dans le temps. En conséquence, les politiques économiques ne doivent pas être à l'origine d'à-coups conjoncturels.*
- De même, tout excès de demande par rapport au potentiel d'offre de l'économie sera d'autant plus coûteux en matière d'inflation que le marché des biens est déjà en situation tendue.*

---

<sup>NB</sup> La première version de cette étude a été écrite conjointement avec Franck Sédillot sous le titre « Le retour au plein emploi dans le respect des équilibres macroéconomiques », dans le cadre d'un groupe de travail du Conseil d'analyse économique (juin 2000).

- *L'analyse du comportement des entreprises confrontées à un excès de demande est primordiale dans une analyse de court-moyen termes des tensions sur le marché des biens. Deux stratégies complémentaires sont offertes à celles-ci pour ajuster leur offre. Elles disposent, d'une part, d'une stratégie « intensive », impliquant une utilisation plus efficiente de leur stock de capital existant, avec comme levier principal l'élévation de la durée d'utilisation de leurs équipements ; ce levier nécessite un certain niveau de flexibilité organisationnelle. D'autre part, un effort plus soutenu d'investissement permet d'élever substantiellement l'offre potentielle. Un tel effort n'est susceptible de produire des effets sur l'offre qu'au bout de plusieurs années, compte tenu de la rigidité du capital productif. Il convient donc de maintenir de manière permanente un équilibre satisfaisant entre la progression des capacités de production et la croissance effective.*

Delphine IRAC  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*  
*Service d'Études macroéconomiques et de Prévision*



En période de forte progression de la demande, des tensions sont susceptibles de se manifester sur le marché des biens, comme l'atteste la montée régulière du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) depuis 1996. Pour offrir un éclairage sur ce type de risque, une maquette, estimée depuis la deuxième moitié des années soixante-dix, a été construite. Mettant l'accent sur la dynamique d'accumulation du capital et son lien avec l'activité, elle intègre une équation d'investissement qui correspond, à court terme, à un accélérateur simple et qui impose, à long terme, à la productivité apparente du capital de converger vers la productivité tendancielle. Les tensions sur le marché des biens sont appréciées par l'écart entre la production potentielle — définie comme la productivité tendancielle multipliée par le stock de capital disponible — et la production observée. La hausse du taux d'utilisation des capacités de production peut être modérée par l'accroissement de la durée d'utilisation des équipements (DUE) des entreprises. Ce comportement est pris en compte dans une version de la maquette enrichie d'un effet « durée d'utilisation des équipements »<sup>1</sup>. Les risques inflationnistes sont évalués au travers d'une courbe de Phillips reliant l'inflation aux pressions de la demande, mesurées par l'écart entre le taux d'utilisation des capacités de production et sa valeur moyenne. On se concentre ici sur l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie, en l'absence d'une modélisation explicite des effets des termes de l'échange<sup>2</sup>.

Une brève présentation de la maquette (première partie) est suivie d'un exposé de ses résultats en simulation sous deux hypothèses alternatives de remontée, progressive ou brutale, de l'activité (deuxième partie). À partir d'une simple inversion de la maquette, la troisième partie met en évidence le rôle clef de l'investissement dans l'ajustement de l'offre productive à un surcroît de demande.

## 1. Présentation de la maquette

La maquette, estimée sur une période allant de la fin des années soixante-dix à la fin des années quatre-vingt-dix, comporte deux versions qui possèdent un large dénominateur commun : elles ont toutes deux pour cœur une description des comportements d'investissement et d'évolution des TUC, en lien avec l'activité. La principale innovation de la version enrichie de la maquette est d'intégrer la durée d'utilisation des équipements (DUE) comme degré de liberté supplémentaire dans la gestion des entreprises pour faire face à un surcroît de demande : comme le montrent nos résultats, l'estimation des pressions inflationnistes est sensiblement atténuée par l'introduction de cette variable d'ajustement supplémentaire.

<sup>1</sup> Les évolutions de la durée d'utilisation des équipements sont mesurées par une enquête spécifique de la Banque de France. Pour les résultats de l'enquête réalisée en 2000, cf. *Bulletin de la Banque de France*, février 2001

<sup>2</sup> Cf. E. Jondeau, H. Le Bihan et F. Sédillot (1999), « Modélisation et prévision des indices de prix sectoriels », *Note d'étude et de recherche de la Banque de France* n° 68, [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)  
Conformément à la définition de l'indice sous-jacent retenu par Eurostat, on exclut aussi les produits frais non transformés qui ne font que créer un « bruit » statistique.

Dans une version simple de la maquette, comportant cinq équations, un surcroît de demande occasionne une hausse de la productivité apparente du capital par rapport à sa tendance, avec pour contrepartie une augmentation du TUC. Pour résorber ces tensions, qui se traduisent par une accélération de l'inflation, les entreprises tendent à accroître leur effort d'investissement, mais le stock de capital ne s'ajuste que partiellement et avec inertie. Une version enrichie de cette maquette intègre, par le biais d'une sixième équation, une stratégie supplémentaire offerte aux entreprises qui font face à une demande excessive au regard de leur stock de capital : l'augmentation de la DUE, passant soit par l'élévation de la durée moyenne du travail soit par le recours au travail en équipes successives<sup>3</sup>. Cette utilisation plus intensive du stock de capital implique certes un coût accru, consécutif au paiement d'heures supplémentaires, mais elle permet de modérer les tensions sur l'appareil productif.

La maquette utilisée s'appuie sur une idée simple : par la dynamique d'accélérateur, la valeur ajoutée détermine l'investissement et donc le stock de capital, ce dernier déterminant à son tour la production potentielle. À ce titre, la maquette représente un bloc d'offre qui repose implicitement sur une fonction de production à facteurs complémentaires dans laquelle le capital est le seul facteur rare. Tout écart positif de la demande par rapport à la production potentielle entraîne nécessairement des tensions inflationnistes.

À la différence d'un modèle macroéconomique d'ensemble, cette maquette n'intègre pas la rétroaction des prix sur la demande (la valeur ajoutée est exogène) et ne permet donc pas de faire jouer les mécanismes traditionnels de retour à l'équilibre par la demande externe (via les pertes de compétitivité) et interne (consommation, via les effets d'encaisses réelles). Les enchaînements que décrit la maquette sont donc essentiellement pertinents pour l'analyse de la dynamique de l'inflation à court-moyen termes.

*Une maquette pour l'analyse des tensions sur le marché des biens*

*La maquette proposée pour analyser l'équilibre sur le marché des biens se compose de cinq ou six équations, selon la version retenue. Sous l'hypothèse d'une chronique de la valeur ajoutée, les cinq premières équations permettent de calculer le taux d'accumulation<sup>1</sup>, l'investissement, le stock de capital et le TUC ainsi que la durée d'utilisation des équipements (dans la version enrichie). Disposant du taux d'utilisation des capacités issu de la deuxième équation et d'une chronique de prix d'importation, on peut alors calculer l'inflation sous-jacente. La dernière équation est une courbe de Phillips.*

*Version sans durée d'utilisation des équipements (5 équations) :*

$$\begin{aligned}
 \text{PRODK}_t &= \ln\left(\frac{\text{VA}_t}{K_{t-1}}\right) \\
 \text{TUC}_t &= \frac{1}{b_0} \{ \text{PRODK}_t - \text{PRODK}_t^* \} + \overline{\text{TUC}} + er\_tuc \\
 \frac{I_t}{K_{t-1}} &= \theta_0 + \theta_1 \frac{I_{t-1}}{K_{t-2}} + \theta_2 \text{VA}_t + \theta_3 (\text{PRODK}_{t-1} - \text{PRODK}_{t-1}^*) \\
 K_t &= K_{t-1}(1 - \delta) + I_t \\
 \Delta(\dot{P}_t^{sj}) &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta(P_{t-1}^{sj}) + \frac{\gamma}{1 - \text{TUC}_t}
 \end{aligned}$$

<sup>1</sup> Cf. D. Irac et P. Jacquiot (1999), « L'investissement en France depuis le début des années quatre-vingt », *Note d'étude et de recherche de la Banque de France* n° 63

<sup>3</sup> Cf. sur ce thème « Les principales relations entre les degrés d'utilisation des facteurs de production », Gilbert Cette, *Économie et statistique*, n° 231, mars 1990

Version avec durée d'utilisation des équipements (6 équations) :

$$PRODK_t = \ln\left(\frac{VA_t}{K_{t-1}}\right)$$

$$TUC_t = \frac{1}{b_0} \{PRODK_t - PRODK_t^* - b_1 due\_det_t - b_2\} + er\_tuc$$

$$due\_det_t = d_0 + d_1 \dot{VA}_t$$

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \frac{I_{t-1}}{K_{t-2}} + \theta_2 \dot{VA}_t + \theta_3 (PRODK_{t-1} - PRODK_{t-1}^*)$$

$$K_t = K_{t-1}(1-\delta) + I_t$$

$$\Delta(\dot{P}_t^{sj}) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta(\dot{P}_{t-1}^{sj}) + \frac{\gamma}{1-TUC_t}$$

.../...

où  $PRODK_t^*$  est la productivité tendancielle du capital (exogène au modèle, obtenue en régressant le stock de capital sur une tendance),  $TUC_t$ , le TUC (défini comme le rapport de la productivité apparente à la productivité tendancielle du capital<sup>2</sup>),  $VA_t$ , la valeur ajoutée en volume,  $K_t$ , le stock de capital matériel calculé par une loi de mort soudaine avec l'hypothèse d'une durée de vie de 10 ans,  $P_t^{sj}$ , l'indice sous-jacent des prix à la consommation,  $due\_det_t$ , est la durée d'utilisation des équipements, trimestrialisée sur la base de l'information contenue dans l'indice de production industrielle et à laquelle a été retirée sa tendance haussière sur la période<sup>3</sup>. Un point sur une variable dénote le taux de croissance.

Il est à noter que tant la durée d'utilisation des équipements que la productivité apparente du capital présentent des tendances sur la période considérée. Les variables ont donc été corrigées de leurs tendances.

$\overline{TUC}$  est calculé à partir du long terme de l'équation de Phillips par :  $\overline{TUC} = 1 + \gamma / \alpha_0$

La production potentielle est donnée dans ce modèle par  $Y^* = PRODK^* * K$ . L'analyse se cantonnant exclusivement au marché des biens, le modèle repose donc implicitement sur une fonction de production à un seul facteur, le capital. Cette équation peut aussi s'interpréter en termes de cible de TUC visée par les entreprises.

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \frac{I_{t-1}}{K_{t-2}} + \theta_2 \dot{VA}_t + \theta_3 (TUC - \overline{TUC}^*)$$

Dans la version avec durée d'utilisation des équipements, il faut noter que la deuxième équation se réécrit de manière immédiate :

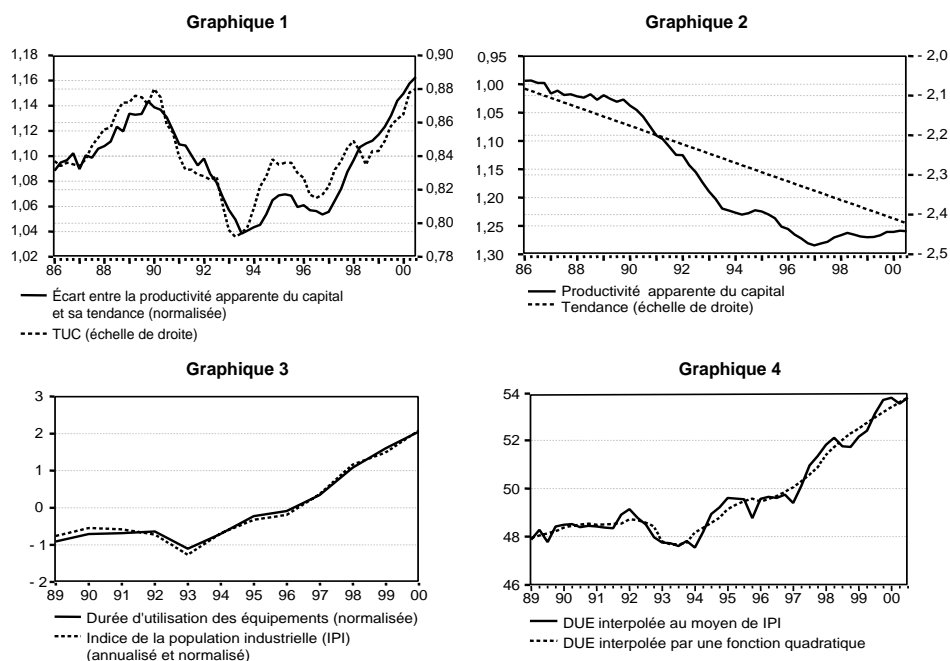
$$PRODK_t - PRODK_t^* = b_0 TUC_t + b_1 due\_det_t + b_2$$

<sup>2</sup> Pour plus de détails, on pourra se référer à L. J. Christiano (1981), « A Survey of Measures of Capacity Utilization », *IMF Staff Papers*, 28, pp 114-198.

<sup>3</sup> Il convient de noter que le coefficient  $b_1$  représentant l'élasticité de la productivité du capital à la DUE, est significatif, que la DUE soit trimestrialisée au moyen de l'indice de la production industrielle (IPI) ou par une méthode d'interpolation mécanique.

L'équation du taux d'accumulation est écrite comme un modèle à correction d'erreur où le stock de capital s'ajuste à son sentier de long terme de sorte que la productivité apparente converge vers la productivité tendancielle. Elle repose sur un double accélérateur : à court terme, le taux d'accumulation réagit au taux de croissance de la valeur ajoutée, alors qu'à long terme le stock de capital s'ajuste au niveau de la valeur ajoutée, *via* la productivité tendancielle. Les tensions sont appréciées au travers de l'écart entre ce stock de capital « optimal » et le stock de capital observé.

On observe que, lorsque le TUC s'écarte de son niveau de long terme ( $\overline{TUC}$ ), la productivité apparente du capital tend elle aussi à s'éloigner de sa tendance (cf. graphiques 1 et 2). Dans la version simple de la maquette, le TUC est modélisé sur la base de cette corrélation. Dans la version enrichie, les écarts de la productivité apparente à sa tendance ont comme contrepartie une variation de même signe, soit des TUC, soit de la DUE. Le recours à l'augmentation de la DUE par les entreprises vient donc modérer les tensions sur le TUC.



Cependant, ainsi que le soulignent Anxo et *alii*<sup>4</sup>, la DUE apparaît comme une variable explicative importante des variations de la productivité à court et à long termes. En effet, deux types de facteurs sont à l'œuvre dans l'évolution de la DUE. D'une part, des facteurs structurels rendent compte de son évolution de long terme. L'augmentation prolongée de la DUE, par l'amélioration des techniques organisationnelles, apparaît comme un levier efficace pour élever la productivité du capital, notamment dans les industries à forte intensité capitaliste. L'augmentation tendancielle de la DUE constatée sur la dernière décennie s'apparente en cela à des progrès des méthodes de gestion. D'autre part, à court terme, la DUE est déterminée par des facteurs d'ordre plus conjoncturel. Dans un contexte d'inertie du stock de capital, la DUE est utilisée comme une variable d'adaptation des capacités de production à la demande. Cette double dynamique, conjoncturelle et structurelle, de la DUE

<sup>4</sup> « Utilisation des équipements et horaires de travail », INSEE méthodes n° 549-50-51, sous la direction de D. Anxo., G. Bosch, D. Bosworth, G. Cette, T. Sterner et D. Taddéi

rend compte de la bonne corrélation observée entre cette dernière et l'indice de production industrielle (IPI), sur une base annuelle, au cours des années quatre-vingt-dix. Cette corrélation est utilisée pour convertir en fréquence trimestrielle la DUE depuis 1989 (cf. graphique 3), en utilisant la méthode de Chow et Lin (1971)<sup>5</sup> (cf. graphique 4).

La maquette postule que la dynamique de l'inflation sous-jacente est déterminée presque exclusivement par un effet Phillips, passant par la variable de TUC : l'effet d'une augmentation unitaire du TUC sur l'inflation est d'autant plus fort que le TUC a déjà atteint un niveau élevé. Ainsi on retient une spécification non linéaire de la courbe de Phillips qui se révèle avoir des propriétés économétriques légèrement meilleures que celles d'une simple équation linéaire (cf. encadré).

#### Une spécification non linéaire de la courbe de Phillips

La maquette retient une équation de prix reliant de manière non linéaire l'accélération du glissement annuel des prix au TUC. Ainsi, lorsque le TUC augmente de 84,2 % (moyenne de longue période) à 86,2 %, l'inflation augmente de 0,6 point au bout d'un an, alors que dans le cas d'une augmentation du TUC de 86,2 % à 88,2 %, l'accélération de l'inflation s'élève à 0,9 point : pour un même écart de TUC de deux points, l'effet sur l'inflation est donc sensiblement plus marqué lorsque le TUC a déjà atteint des niveaux élevés. Cette hypothèse apparaît largement réaliste mais il convient de vérifier si le choix d'une telle spécification est justifié économétriquement. Deux batteries de tests sont disponibles : les tests dits en « échantillon », qui analysent les performances économétriques de l'équation estimée sur l'intégralité de la période historique, et les tests dits « hors échantillon », qui étudient les qualités prédictives de l'équation estimée sur la base de l'information disponible à la date de la prévision. Ces tests ont été appliqués de manière parallèle à l'équation non linéaire mobilisée dans la maquette et au pendant linéaire de cette équation, où apparaît, non plus l'inverse de l'écart du TUC à sa valeur maximale, mais le TUC directement.

**Tableau 1 : tests « en échantillon »**

	Qualité de l'ajustement (R <sup>2</sup> ajusté)	Autocorrélation des résidus (statistique de Breusch-Godfrey)
Équation linéaire	42,9 %	84,2 %
Équation non linéaire	42,3 %	87,6 %

**Tableau 2 : tests « hors échantillon »**

	Prévision à 1 trimestre	Prévision à 4 trimestres	Prévision à 8 trimestres	Prévision à 12 trimestres
Rapport des RMSE (a) (modèle linéaire sur modèle non linéaire)	1,000	1,018	1,031	1,045

(a) RMSE : *Root mean square error*, c'est-à-dire la moyenne des erreurs de prévision (simulée moins observée) élevées au carré

Ainsi que le montrent les tableaux 1 et 2, l'équation non linéaire présente des qualités économétriques légèrement meilleures tant « en échantillon » (meilleur ajustement, résidus moins autocorrélés) que « hors échantillon » (erreur plus faible de prévision). Les deux modèles — avec ou sans introduction de la DUE — sont calibrés afin que la trajectoire suivie par le TUC soit la même (utilisation de la *cale er\_tuc* dans la deuxième équation de la maquette). En effet, en raison de non-linéarités dans l'équation d'inflation, le niveau de référence du TUC n'est pas neutre quant à l'évaluation de l'effet du choc d'activité sur l'inflation sous-jacente.

<sup>5</sup> C. Chow et A.L. Lin : « *Best linear unbiased interpolation, distribution and extrapolation of time series by related series* », *The Review of Economics and Statistics* 53, 372-375

Cependant, une accélération de l'inflation sous-jacente peut provenir de deux mécanismes bien distincts : soit d'une accélération des salaires, en cas de tensions sur le marché du travail, dues par exemple à une baisse brutale du chômage ; soit d'une augmentation du taux de marge en cas de tensions sur le marché des biens. À cet égard, la variable de TUC dans l'équation de Phillips réduite de la maquette reflète ici aussi bien les tensions sur le marché du travail que celles sur le marché des biens. Pour se concentrer exclusivement sur le marché des biens, il conviendrait de raisonner en termes de taux de marge et non d'inflation sous-jacente. Une telle analyse supposerait la construction d'une variable pertinente de taux de marge.

## 2. Deux scénarios d'activité

Deux scénarios d'activité provoqués par un redémarrage soutenu de la demande interne sont considérés. Dans les deux scénarios, au bout de trois ans, le PIB en niveau est supérieur de 3 points à son niveau de référence. Cependant, les trajectoires envisagées pour obtenir ce gain en niveau diffèrent sensiblement quant à leur étalement dans le temps. Le scénario d'accélération progressive de l'activité postule un surcroît de croissance de 1 point par an pendant 3 ans. Dans le scénario d'accélération brutale, ce surcroît d'activité est concentré sur une période deux fois plus courte, soit dix-huit mois. Le tableau 3 récapitule les deux profils d'activité retenus.

Tableau 3

Fin du ...	PIB (écart au compte central, en pourcentage)					
	Semestre 1	Semestre 2	Semestre 3	Semestre 4	Semestre 5	Semestre 6
Scénario d'accélération progressive	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
Scénario d'accélération brutale	0,7	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0

L'accroissement plus rapide de la valeur ajoutée se traduit par une hausse de la productivité apparente du capital car l'investissement ne réagit qu'avec retard. Certes, les entreprises investissent plus en raison de débouchés plus favorables, mais cet effort ne permet pas de relever suffisamment la production potentielle. Des tensions sur l'appareil productif apparaissent. Cependant, celles-ci sont sensiblement atténuées si l'on tient compte du recours des entreprises à une utilisation plus intensive des équipements pour faire face à un surcroît de demande.

On présente les résultats donnés par les deux maquettes sur une période de cinq ans, afin de montrer le retour à l'équilibre des variables de tensions (TUC, accélération de l'inflation, DUE). Il faut noter que la maquette s'inscrit dans une optique de court terme et se cantonne donc à l'analyse de l'accélération de l'inflation sous-jacente, en mettant l'accent sur son lien avec le TUC. Puisque aucun mécanisme correcteur (baisse de la demande) n'impose à l'inflation de revenir vers un niveau de long terme, les résultats concernant le niveau d'inflation au-delà de trois ans sont difficilement interprétables et ne sont donnés qu'à titre indicatif.

Sous l'hypothèse d'une accélération brutale de l'activité, le pic atteint par la hausse du TUC est plus élevé (3 points, contre 2,5 points), même si ce dernier entame plus rapidement sa phase de décroissance (graphiques 6, voir aussi graphique 10 dans le cas où la DUE est introduite). Le même constat vaut pour l'accélération de l'inflation (cf. graphiques 7 et 11). L'effet cumulé en termes d'inflation est cependant plus élevé avec le scénario d'accélération brutale, atteignant 2,4 points au bout de 3 ans, contre 1,7 point dans le cas d'une accélération progressive (cf. graphiques 8, mais aussi graphique 12 avec la DUE). Dans le cas d'une reprise progressive, l'augmentation de la DUE permet de réduire de 0,7 point la hausse du TUC (qui n'est plus que de 1,7 point au bout de trois ans, contre 2,4 points, cf. tableaux 4 et 5) et la hausse de l'inflation de 0,8 point (1,7 – 0,9). Pour une reprise brutale, les effets modérateurs de la DUE sur le TUC et l'inflation s'élèvent à, respectivement, 0,4 point (1,8 – 1,4) et 1,1 point (2,4 – 1,3).

Ainsi, l'accélération de l'inflation engendre un niveau des prix intérieurs durablement plus élevé qui a pour effet de réduire la compétitivité des entreprises et la richesse des ménages.

Tableau 4

#### Modèle sans prise en compte de la durée d'utilisation des équipements Écart au compte central

<i>(en points)</i>					
Accélération progressive de l'activité					
	Année 1	Année 2	<b>Année 3</b>	Année 4	Année 5
Effet sur TUC (niveau)	1,3	2,1	<b>2,4</b>	1,7	1,2
Effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente	0,3	0,9	<b>1,7</b>	2,4	2,9
Accélération brutale de l'activité					
	Année 1	Année 2	<b>Année 3</b>	Année 4	Année 5
Effet sur TUC (niveau)	3,0	2,5	<b>1,8</b>	1,3	0,8
Effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente	0,7	1,7	<b>2,4</b>	2,9	3,2

Tableau 5

#### Modèle avec prise en compte du recours par les entreprises à l'élévation de la durée d'utilisation des équipements Écart au compte central

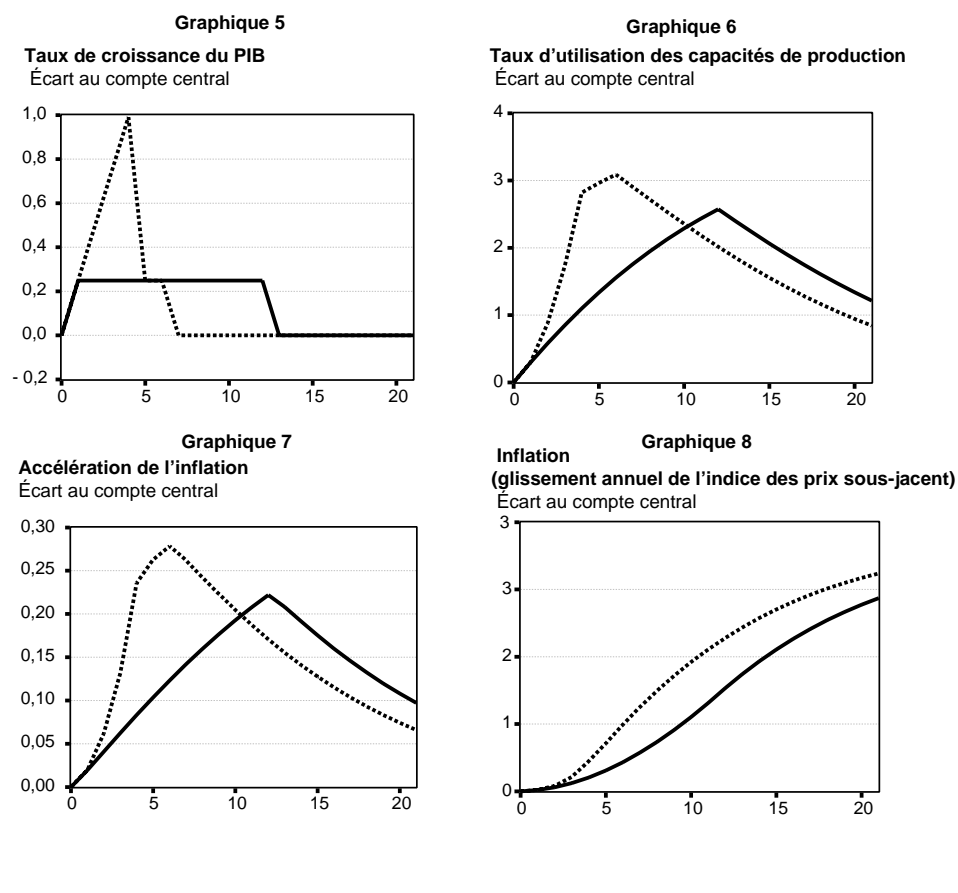
<i>(en points)</i>					
Accélération progressive de l'activité					
	Année 1	Année 2	<b>Année 3</b>	Année 4	Année 5
Effet sur TUC (niveau)	0,9	1,4	<b>1,7</b>	1,3	0,9
Effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente	0,2	0,5	<b>0,9</b>	1,3	1,6
Accélération brutale de l'activité					
	Année 1	Année 2	<b>Année 3</b>	Année 4	Année 5
Effet sur TUC (niveau)	1,9	1,8	<b>1,4</b>	1,0	0,6
Effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente	0,4	0,9	<b>1,3</b>	1,6	1,8



Au-delà de l'horizon considéré, la hausse des prix se traduirait par une détérioration des échanges extérieurs (baisse des exportations et hausse des importations) et une baisse de la consommation ; cette contraction de la demande atténuerait progressivement les tensions, ramenant le taux d'utilisation des capacités et l'inflation à leur valeur de référence. Dans un modèle plus développé, une boucle prix/salaires pourrait aussi s'enclencher, renforçant les effets de demande négatifs.

En outre, compte tenu du poids de notre pays au sein de la zone euro (20,5 %), l'écart de 0,9 à 1,7 point sur le glissement de l'indice des prix de consommation harmonisé (IPCH) à attendre au bout de trois ans dans le scénario de reprise modérée contribuerait à un supplément de 0,2 à 0,3 point sur le glissement de l'indice des prix agrégé de la zone. Ce choc inflationniste et fortement asymétrique pourrait faire franchir le seuil retenu par l'Eurosystème pour définir la stabilité des prix à moyen terme (une hausse des prix inférieure à 2 %). Dans le contexte actuel où le seuil a été momentanément franchi en raison du choc énergétique des années 1999-2000, le surcroît d'activité contribuerait à porter atteinte à la stabilité des prix dans la zone euro.

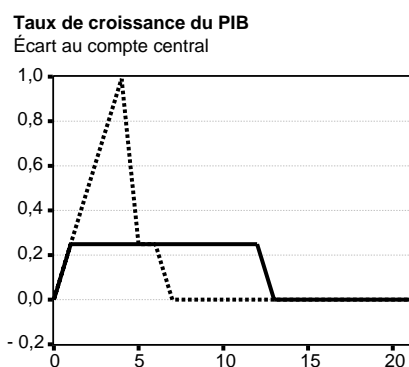
**Modèle sans prise en compte de la durée d'utilisation des équipements**



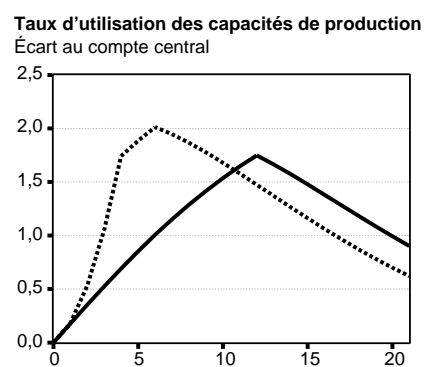
NB : En abscisse : nombre de trimestres après le choc  
 Traits pleins : accélération progressive de l'activité  
 Traits pointillés : accélération brutale

Modèle avec prise en compte de la durée d'utilisation des équipements

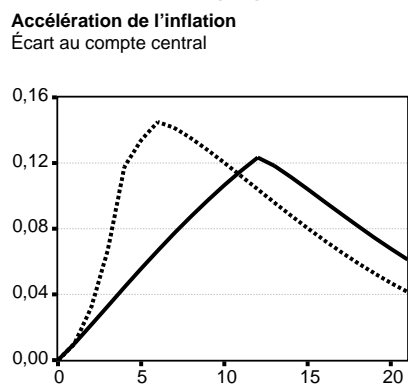
Graphique 9



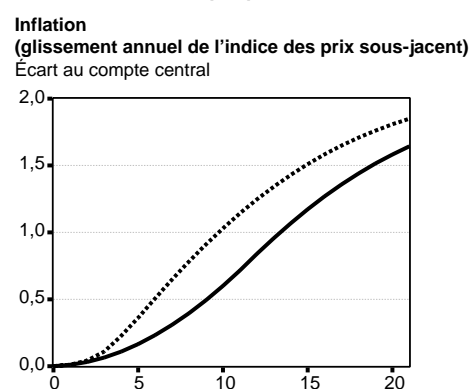
Graphique 10



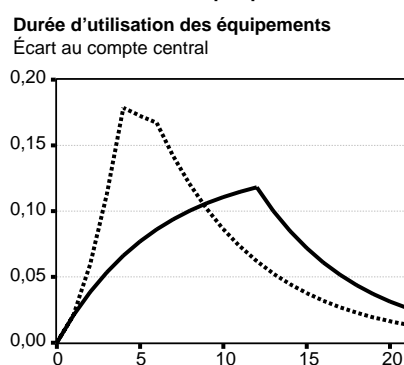
Graphique 11



Graphique 12



Graphique 13



NB : En abscisse : nombre de trimestres après le choc  
 Traits pleins : accélération progressive de l'activité  
 Traits pointillés : accélération brutale

### 3. Du rôle central de l'investissement pour réduire les pressions inflationnistes

Un surcroît de PIB de trois points sur trois ans est de nature à engendrer des tensions sur le glissement annuel des prix de l'ordre de 1,7 point si cette accélération est progressive et de 2,4 points si elle est brutale (cf. tableau 4). On a vu qu'une élévation de la DUE permet d'atténuer cette accélération de l'inflation aux environs de 1 %. Un effort plus soutenu en matière d'investissement est, lui aussi, de nature à réduire les pressions inflationnistes.

Si le stock de capital réagissait instantanément au surcroît de demande, c'est-à-dire s'il s'ajustait immédiatement à sa cible de long terme — telle qu'elle est définie par l'équation d'investissement de la maquette —, aucune tension ne serait à craindre. En effet, selon l'équation d'investissement, le capital s'ajuste à long terme de telle sorte que la productivité apparente du capital revienne sur sa tendance. C'est précisément l'écart entre ces deux variables, l'observée et la cible, qui sert de variable explicative à l'évolution des tensions. Dans le cas envisagé d'un choc positif sur l'activité, cet écart peut se révéler durablement positif (même s'il s'annule par construction à long terme), traduisant l'inertie de la réponse du stock de capital à un surcroît d'activité. Cette inertie est à la source des tensions sur l'appareil productif et partant sur les prix <sup>6</sup>.

La maquette permet de quantifier l'effort supplémentaire dans l'accumulation du capital nécessaire pour maintenir un équilibre satisfaisant entre la progression des capacités de production et la croissance effective. La ligne 3 du tableau 6 fournit, en rappel, l'accélération des tensions inflationnistes qui risque de découler d'un surcroît d'activité de 1 point par an étalé sur trois ans. Par simple inversion du modèle (cf. encadré), on peut, à titre illustratif, calculer le taux de croissance du capital qui serait nécessaire pour réduire ces tensions, par exemple, des deux tiers (cf. lignes 3 et 6 du tableau 6). Une suppression totale des tensions exigerait, en effet, un surcroît d'investissement quasi impossible à atteindre, alors qu'une réduction de la moitié serait insuffisante pour diminuer sensiblement les effets cumulés de l'inflation sur le niveau des prix.

*Calcul de la croissance du stock de capital désiré par inversion de la maquette*

*Une fois fixée une nouvelle trajectoire d'inflation « théorique », le TUC cohérent avec cette trajectoire est donné par l'équation suivante :*

$$\frac{1}{1-TUC} = \frac{1}{\gamma} \left[ \Delta(\dot{P}_t^j) - \alpha_0 - \alpha_1 \Delta(\dot{P}_{t-1}^j) \right]$$

*Le stock de capital nécessaire pour atteindre ce niveau de TUC est alors :*

$$\ln(K_t) = \ln(VA_t) - PROD K_t^* - b_0 (TUC_t - \overline{TUC})$$

*Ainsi, par simple inversion de la maquette, il est possible d'évaluer le taux de croissance supplémentaire du stock de capital à viser pour atteindre une modération des tensions des deux tiers.*

<sup>6</sup> Ce phénomène est traduit par la spécification de l'équation d'investissement mobilisée par la maquette comme un modèle à correction d'erreur.

Cette estimation éclaire le rôle crucial de l'investissement, tout particulièrement en phase de reprise, comme facteur de modération des tensions. Pour une hausse d'un point du taux de croissance du PIB, le surcroît de croissance du stock de capital nécessaire à la modération des tensions est en moyenne de six fois supérieur (élévation nécessaire du taux de croissance du capital de 5,3 points la première année, de 6,7 points la deuxième et de 5,9 points la troisième, cf. ligne 5 du tableau 6).

**Tableau 6**  
**Modèle sans prise en compte de la durée d'utilisation des équipements**

*(en points)*

	Accélération progressive de l'activité		
	Année 1	Année 2	Année 3
(1) Surcroît d'activité	1,0	1,0	1,0
(2) Effort spontané dans l'accumulation du capital (découlant de la dynamique accélérateur (a) de la maquette)	0,6	1,4	2,0
(3) Sans effort supplémentaire d'investissement, l'effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente est (ligne 2 du tableau 4) :	0,3	0,9	1,7
(4) Effort soutenu dans l'accumulation du capital : taux de croissance supplémentaire du stock de capital (rythme annualisé)	4,7	5,3	3,9
(5) Somme de l'effort spontané et de l'effort soutenu dans l'accumulation du capital	5,3	6,7	5,9
(6) Effet sur le glissement annuel de l'inflation sous-jacente, avec cet effort supplémentaire d'accumulation du capital	0,1	0,3	0,6

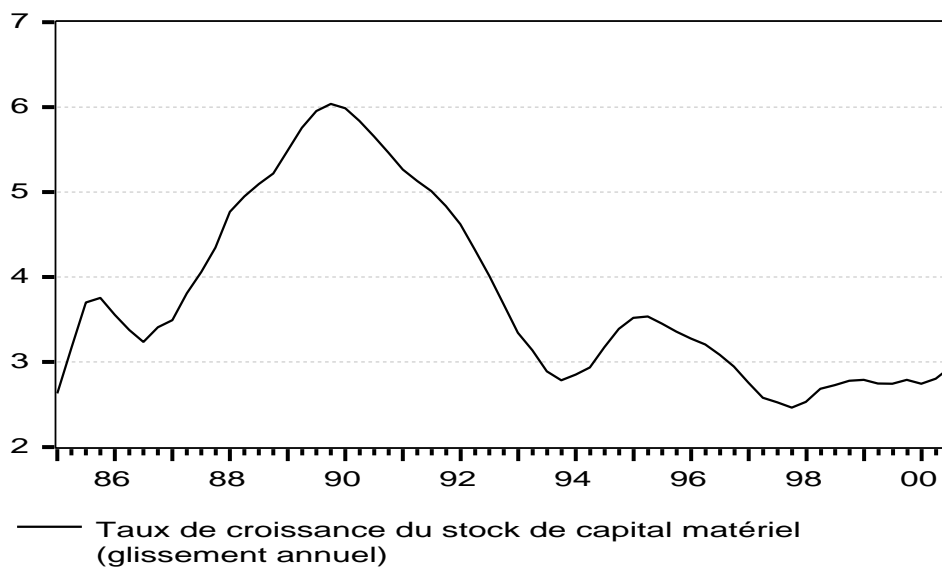
(a) *Sous l'hypothèse d'une dynamique accélérateur-profit, cet effort pourrait être plus important, puisque, dans un contexte de tensions sur le marché des biens, le taux de marge des entreprises tend à se redresser.*

Ainsi, les tensions inflationnistes à redouter d'une accélération de l'activité d'un point par an ne peuvent être sensiblement réduites que si le rythme de croissance du stock de capital affiche des niveaux de plus de 4,5 points supérieurs à leurs niveaux spontanés découlant d'une simple dynamique d'accélérateur (cf. lignes 2 et 4 du tableau 6 en moyenne sur les trois années).

Comme l'illustre le graphique 14, lors du pic conjoncturel de la fin des années quatre-vingt, l'effort d'investissement s'est sensiblement accru (le taux de croissance du stock de capital ayant augmenté de plus de trois points), permettant à la hausse du TUC de n'être que très transitoire. Or, les taux d'accumulation observés depuis le début de la phase actuelle de reprise conjoncturelle apparaissent dans cette perspective largement insuffisants au regard de la remontée régulière du taux d'utilisation des capacités observée sur la même période. Qui plus est, un effort d'investissement soutenu n'est susceptible de produire des effets sur l'offre qu'au bout de plusieurs années, compte tenu de la rigidité du capital productif. Il convient donc de maintenir un rythme d'accumulation élevé afin d'éviter que la croissance économique ne soit à l'origine de tensions inflationnistes.

**Graphique 14**  
**Taux de croissance du stock de capital matériel (glissement annuel)**

(en %)



Au total, les différents scénarios présentés dans cet article, distinguant plusieurs régimes de reprise de la demande, montrent que, pour obtenir un gain équivalent en termes de niveau d'activité, une reprise progressive a des conséquences significativement moins marquées en matière d'inflation qu'une accélération rapide. Dans la maquette que nous avons utilisée, estimée sur données trimestrielles françaises pour la période allant de la fin des années soixante-dix jusqu'à nos jours, nous mettons en évidence le rôle déterminant de la dynamique du capital productif et de la durée d'utilisation des équipements. Il apparaît donc que la poursuite d'une forte progression de l'investissement productif et des efforts d'organisation sont les conditions nécessaires d'une croissance non inflationniste.

# Les comptes financiers de la Nation en 2000 : nouvelle accélération des financements au secteur privé

*En 2000, la croissance de la distribution du crédit aux agents privés s'est intensifiée pour s'établir à un niveau environ deux fois supérieur à la croissance du PIB. Une telle progression n'a pas eu de précédent depuis le début des années quatre-vingt-dix.*

*Les émissions des sociétés non financières sur les marchés de capitaux ont été également très dynamiques. Les entreprises de télécommunications y ont fortement contribué. L'État a sensiblement réduit le volume de ses émissions d'obligations, mais a davantage recouru aux bons du Trésor à taux fixe.*

*Les sociétés non financières ont encore accentué leurs opérations de prises de participation dans des entreprises étrangères, notamment dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions transfrontière. Les non-résidents ont réalisé d'importants achats de valeurs mobilières françaises, engendrant des entrées nettes de capitaux, en particulier sur les obligations.*

*Les flux de placements des ménages sont restés élevés : comme en 1999, les placements bancaires traditionnels ont été délaissés, au profit des placements sous forme de titres (actions et OPCVM) et des produits d'assurance-vie. Ces derniers, grâce notamment au développement des formules multi-supports, ont connu un nouveau succès et représentent 80 % des flux de placements des ménages.*

Patrick BRANTHOMME

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études et Statistiques des opérations financières*

NB : Cet article a été diffusé simultanément par l'Insee (Insee première n° 779) et par la Banque de France.

En 2000, les crédits à l'économie ont connu une sensible accélération (+ 7,0 %, après + 5,3 %) (tableau 1). Une telle progression n'avait pas été observée depuis une dizaine d'années. Elle s'explique entièrement par l'accroissement des crédits aux sociétés non financières et aux ménages (+ 8,0 %, contre 6,9 %), alors que les autres secteurs ont très faiblement recouru à l'endettement bancaire.

Tableau 1  
Évolution des crédits à l'économie

	(en %)		
	1998	1999	2000
Crédits aux sociétés non financières	1,1	6,1	9,4
Crédits aux ménages	5,2	7,8	6,7
Crédits aux autres agents : administrations publiques, assurances, etc.	- 4,6	- 3,4	0,9
<b>Total des crédits à l'économie</b> (en %, glissement annuel des encours)	<b>+ 1,8</b>	<b>+ 5,3</b>	<b>+ 7,0</b>

## 1. Accélération du crédit et remontée rapide des taux d'endettement des agents non financiers privés

Les crédits à court terme aux *ménages* ont augmenté d'environ 20 % en 2000, deux fois plus vite qu'en 1999. Les crédits à long terme, principalement à l'habitat, ont légèrement décéléré en liaison avec le ralentissement de l'investissement en logement tout en conservant une évolution dynamique (+ 5,8 %, après + 7,6 %). Malgré une croissance soutenue du revenu disponible brut (+ 4,7 % à prix courants), le taux d'endettement des ménages mesuré par le ratio dette bancaire/revenu disponible brut a continué de se redresser : il est passé à 54,6 % à fin 2000 après 53,9 % à fin 1999 (cf. graphique 1).

Pour faire face à l'accroissement de leurs dépenses d'investissement (+ 8,9 % à prix courants), les *sociétés non financières* ont de nouveau augmenté leur recours au crédit. Leurs crédits à long terme ont progressé de + 7,2 % après + 7,4 % en 1999. En outre, en raison d'une trésorerie un peu plus sollicitée, les crédits à court terme aux entreprises ont très fortement progressé, de 16,1 % en 2000 contre 2,1 % en 1999. En dépit de la forte progression de leur valeur ajoutée (+ 4,6 % à prix courants), leur taux d'endettement mesuré par le ratio dettes/valeur ajoutée brute s'est redressé rapidement pour s'établir à 106,4 % après 98,6 % en 1999. Il se rapproche des niveaux atteints au début des années quatre-vingt-dix.

En 2000, les crédits au *secteur public* se sont moins réduits qu'en 1999. Confirmant la tendance observée ces dernières années, les administrations publiques locales ont continué à se désendetter. En revanche, les structures de défaisance — classées dans le secteur des organismes divers d'administrations centrales — n'ont pas procédé à des remboursements importants de leur dette bancaire.



## 2. Sur le marché obligataire, émissions des secteurs public et privé s'équilibrent désormais...

En 2000, les administrations publiques ont sensiblement réduit leurs émissions nettes d'obligations (22,4 milliards d'euros contre 32,8 en 1999) (tableau 2), grâce notamment au rachat de titres réalisé en fin d'année par l'État. La part de celui-ci dans le total des émissions nettes des agents non financiers résidents a ainsi fortement baissé et représente désormais 53,1 % après 61,7 % en 1999.

Les montants des capitaux levés sur le marché obligataire en 2000 par les *sociétés non financières* ont été proches de ceux de 1999 (18,6 milliards d'euros, contre 20,7 milliards en 1999). Près de la moitié de ces émissions ont été réalisées par des entreprises du secteur des télécommunications. Par ailleurs, les émissions effectuées par les sociétés foncières nouvellement créées, filiales de groupes bancaires spécialisées dans le financement de l'immobilier et des collectivités locales, sont venues compenser les flux nets de remboursements des autres établissements de crédit (2,7 milliards d'euros, contre - 2,1 milliards en 1999).

Les *sociétés d'assurance* ont à nouveau bénéficié de souscriptions importantes sous la forme de placements en assurance-vie. Comme lors des précédentes années, elles ont procédé à d'importants achats d'obligations (25,3 milliards d'euros), devançant nettement les OPCVM — organismes de placements en valeurs mobilières — (16,1 milliards). À l'inverse, les établissements de crédits ont été vendeurs nets (- 10,4 milliards) ainsi que les sociétés non financières.

## 3. ...et ont bénéficié d'une forte demande étrangère engendrant des entrées nettes de capitaux

Les investisseurs *non résidents*, dans leur opération de gestion de portefeuilles, ont procédé à de très importants achats d'obligations : ceux-ci ont plus que doublé (51,3 milliards d'euros, après 22 milliards). Le reste du monde a notamment acheté des montants très élevés d'obligations assimilables du Trésor — OAT —, et a ainsi très sensiblement renforcé sa présence dans la détention de la dette publique obligataire française.

Par ailleurs, les investisseurs *résidents* ont réduit d'environ de moitié leur demande d'obligations étrangères (22,8 milliards d'euros, contre 47,3 en 1999). Au total, l'équilibre du marché obligataire s'est traduit, contrairement à la tendance observée au cours des années précédentes, par des entrées nettes de capitaux qui ont atteint 28,5 milliards d'euros (après des sorties nettes de 26,2 milliards en 1999).

## 4. Les émissions de billets de trésorerie et de bons du Trésor ont animé le marché des titres de créances négociables

Les *institutions financières monétaires* ont très peu émis de certificats de dépôts sur le marché monétaire, contrairement à l'année 1999. En revanche, elles ont continué de faire appel aux marchés de titres de créances à moyen terme, principalement sous la forme d'émissions d'*euro medium term notes* – EMTN – sur les marchés internationaux (15,8 milliards d'euros, contre 20,1 en 1999).

Anticipant une remontée des taux d'intérêt à court terme (cf. graphique 2), les *sociétés non financières* ont nettement amplifié leurs émissions de titres à court terme et moyen terme, en particulier leurs émissions nettes de billets de trésorerie et d'EMTN (+ 23,9 milliards d'euros, contre 10,3 en 1999). Ces derniers rencontrent un succès croissant en raison de conditions d'émission plus souples que les autres instruments de dettes, comme les obligations. L'année 2000 a été également marquée par la forte contribution du secteur des télécommunications à la progression de l'encours des billets de trésorerie, France Télécom réalisant à elle seule des émissions pour 4,5 milliards d'euros, soit près du tiers du total émis.

En outre, l'*État* est à nouveau émetteur net de bons du Trésor en 2000, alors qu'en 1999 les remboursements avaient excédé les émissions. Certes, les bons à moyen terme négociables – BTAN – ont fait l'objet d'amortissements supérieurs aux émissions brutes. Mais l'État a émis 9,3 milliards d'euros de bons du Trésor à taux fixe, compensant la perte du financement monétaire lié à l'arrêt progressif de la centralisation des comptes chèques postaux.

L'accroissement des souscriptions d'*OPCVM monétaires* (36,6 milliards d'euros, après 19,0 milliards) a trouvé sa contrepartie dans d'importants achats de titres de créances négociables (22,9 milliards) et de parts d'OPCVM monétaires (9,2 milliards). Les *compagnies d'assurance* sont, désormais, d'importants acheteurs d'OPCVM monétaires (12,8 milliards d'euros).

Par ailleurs, les *non résidents* ont nettement réduit leurs achats de titres du marché monétaire, (39,3 milliards d'euros, contre 62,2 en 1999), mais ont continué à se porter acquéreurs de bons du Trésor, principalement à court terme, pour un montant total d'environ 15 milliards d'euros. Dans une moindre mesure, les établissements de crédit et surtout les sociétés non financières ont continué d'acheter des titres de créances négociables (respectivement, 1,7 milliard d'euros et 30,7 en 2000).

## 5. Niveau exceptionnellement élevé des opérations sur les actions réalisées avec les non résidents par les sociétés non financières (SNF)

En dépit d'un contexte marqué par une légère baisse d'une fin d'année à l'autre des indices boursiers, les émissions d'actions des *résidents* — dont environ 87 % ont été réalisées par des sociétés non financières — ont connu une très forte progression (+ 68 %).

Celle-ci provient, notamment, d'une nouvelle intensification des opérations de fusions-acquisitions transfrontière, réalisées entre des groupes français et des entreprises étrangères. Le financement de ces opérations de très grande envergure (France Télécom/Orange, Vivendi-Seagram, Cap Gemini/Ernst-Young,...) a pris des modalités souvent complexes, notamment sous la forme d'échanges de titres, induisant des flux de transactions sur actions avec les non-résidents pour des montants exceptionnellement élevés : les achats d'actions étrangères par des entreprises françaises se sont élevés à 178 milliards d'euros (93,6 milliards en 1999). Ces opérations ont été réalisés à hauteur des deux tiers dans la zone euro. À l'inverse, les non-résidents ont acheté pour 84,6 milliards d'euros d'actions françaises. Le solde de ces prises de participation se traduit par des investissements nets d'entreprises françaises à l'étranger de 92 milliards d'euros, soit 6,6 % du PIB.

## 6. Les investisseurs résidents ont sensiblement renforcé leur portefeuille d'actions

Les souscriptions d'*OPCVM non monétaires* sont en très forte progression (82,7 milliards d'euros, après 48,6 milliards en 1999, soit + 70 %). De ce fait, ces organismes ont réalisé d'importants achats d'actions cotées françaises (16,2 milliards d'euros, après 3,5 en 1999) et étrangères (15,9 milliards d'euros, après 23,5 en 1999).

Le succès confirmé des contrats d'assurance « multisupports » proposés par les sociétés d'*assurance-vie* s'est traduit par un accroissement des achats d'actions (10,3 milliards d'euros, après 0,9 en 1999) et d'*OPCVM non monétaires* (25,3 milliards, après 22,2 en 1999). Au total, les achats d'obligations ne représentent désormais qu'un peu plus du tiers des acquisitions d'actifs financiers des sociétés d'assurance.

Enfin, la conjugaison du développement des possibilités de placement en bourse et d'un marché encore haussier au premier trimestre a incité les *ménages* à acheter des actions. Ils ont ensuite, dans un contexte baissier et plus incertain, allégé leur portefeuille. Au total, sur l'ensemble de l'année, les ménages sont restés légèrement acheteurs d'actions, à hauteur de 4,4 milliards d'euros.

## 7. Ménages : ralentissement des placements bancaires, dégagement sur l'épargne contractuelle et nouveau succès de l'assurance-vie

En 2000, le taux d'épargne financière s'est élevé à 6,6 %, comme en 1999. Le ralentissement des dépôts à vue (+ 8,8 milliards d'euros, après + 11,5 en 1999) (cf. tableau 3) provient d'un accroissement du coût d'opportunité de détention de ces dépôts (remontée de l'inflation et des taux d'intérêt à court terme, relèvement de la rémunération de certains livrets d'épargne).

Les comptes sur livrets n'ont profité que tardivement de la hausse de la rémunération, au 1<sup>er</sup> juillet 2000, des placements administrés. Seuls les livrets d'épargne populaire ont continué de progresser, moins rapidement toutefois qu'en 1999 (3 milliards d'euros, contre 4,9 milliards).

En revanche, l'encours des dépôts à terme, qui ont bénéficié tout au long de l'année d'une augmentation de leur rendement, s'est accru (+ 5,5 milliards d'euros après une décollecte nette de 4,3 en 1999).

En matière d'épargne contractuelle, les retraits l'ont emporté sur les dépôts, en particulier sur les plans d'épargne populaire — PEP — bancaires : leur encours recule fortement, en raison de l'arrivée à échéance des contrats ouverts au début des années quatre-vingt-dix et de transferts vers d'autres produits présentant une fiscalité plus avantageuse (PEP assurance, notamment) ou des rendements supérieurs. Par ailleurs, en dépit du relèvement de leur rémunération qui est passée à 4 % avant prélèvements sociaux le 1<sup>er</sup> juillet, les plans d'épargne logement – PEL – n'ont pas été jugés attractifs.

Enfin, l'assurance-vie a connu un nouveau succès, avec des flux de souscriptions de 69 milliards d'euros, après 58,7 milliards en 1999. Cet engouement tient à une fiscalité plus avantageuse ainsi qu'à l'extension des supports proposés — contrats investis en obligations ou dans différentes « unités de comptes ». Le développement de ces derniers a assuré près des deux tiers des ouvertures de contrats en 2000. Au total, l'assurance-vie a représenté près de 80 % du flux d'épargne financière des ménages.

## 8. Réallocations au sein du portefeuille de titres : vers une épargne plus risquée

Dans la continuité du mouvement engagé depuis environ la mi-1999, les OPCVM monétaires ont bénéficié d'un nouvel accroissement des souscriptions, sous l'effet conjugué d'un meilleur rendement et de mesures fiscales plus favorables. Les ménages et les sociétés non financières se sont portés acquéreurs d'OPCVM monétaires (respectivement, 1,7 milliard d'euros et 4 milliards).

Les ménages ont également procédé à d'importants achats d'OPCVM non monétaires (12,2 milliards d'euros), principalement des OPCVM actions et diversifiés, en délaissant ceux qui comportent une forte composante obligataire.

En définitive, au cours de l'année, les ménages semblent avoir eu une gestion relativement active de leur portefeuille de titres en réalisant des réallocations assez marquées : ils ont été vendeurs tout au long de l'année de produits obligataires et, tout en opérant une certaine diversification de leurs placements, se sont davantage portés vers des produits un peu plus risqués comme les actions détenues en direct.

Tableau 2  
Flux d'actions, d'obligations et de titres d'OPCVM (a)

	(en milliards d'euros)	
	1999	2000
<b>Obligations</b>	<b>100,5</b>	<b>67,3</b>
<i>Émissions nettes</i>		
Résidents	53,2	44,6
dont : Établissements de crédit	- 2,1	2,7
Administrations publiques	32,8	22,4
Sociétés non financières	20,7	18,6
Reste du monde	47,3	22,8
<i>Acquisitions nettes</i>		
Résidents	78,5	16,0
dont : Établissements de crédit	28,3	- 10,4
Assurances	38,8	25,3
Reste du monde	22,0	51,3
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>145,7</b>	<b>158,3</b>
<i>Émissions nettes</i>	91,7	103,9
Résidents	29,8	49,6
dont : Établissements de crédit	33,7	15,8
Administrations publiques	- 5,5	10,0
Sociétés non financières	10,3	23,9
Reste du monde	54,0	54,4
<i>Achats</i>		
Résidents	52,1	64,6
dont : Établissements de crédit	2,5	1,7
Sociétés non financières	36,9	30,7
OPCVM et assurances	19,3	25,0
dont OPCVM monétaires	23,6	22,9
Reste du monde	62,2	39,3
<b>Actions</b>	<b>170,9</b>	<b>308,2</b>
<i>Émissions nettes</i>		
Résidents	77,4	130,2
Établissements de crédit et assurances	3,5	16,5
Sociétés non financières	74,2	113,7
Reste du monde	93,6	178,0
<i>Acquisitions nettes</i>		
Résidents	109,9	223,5
dont : Établissements de crédit	23,5	37,5
OPCVM et assurances	30,5	44,9
Administrations publiques	- 0,4	- 0,5
Ménages	- 15,6	4,4
Sociétés non financières	69,8	129,3
Reste du monde	61,1	84,6
<b>Souscriptions de titres d'OPCVM</b>	<b>67,6</b>	<b>119,3</b>
OPCVM monétaires	19,0	36,6
dont : Ménages	- 3,6	1,7
Sociétés non financières	2,0	4,0
Assurances	5,7	12,8
Autres OPCVM	48,6	82,7
dont : Ménages	22,8	12,2
Sociétés non financières	- 1,8	14,2
Assurances	22,3	25,3

(a) Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

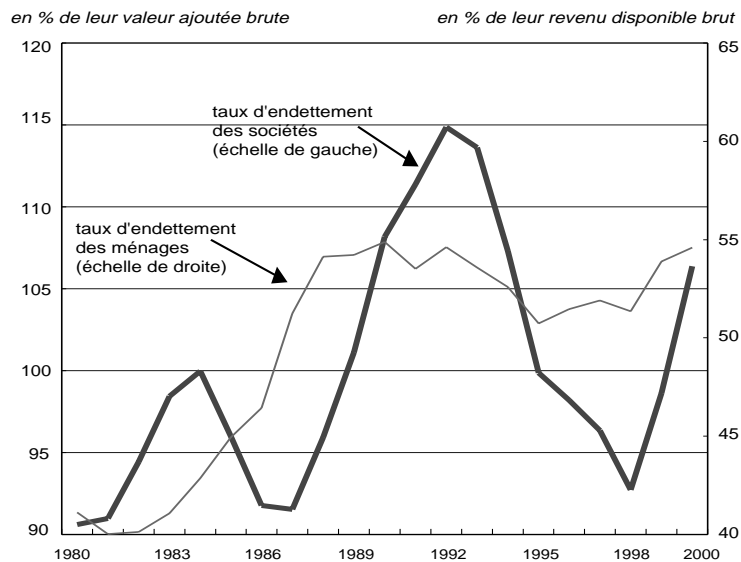
Tableau 3

**Principaux éléments financiers sur les sociétés et les ménages**

*(en milliards d'euros)*

	1998	1999	2000
<b>Total des flux de financement des sociétés</b>	<b>71,6</b>	<b>133,2</b>	<b>202,0</b>
Titres de créances négociables et assimilés	3,0	10,3	23,9
Obligations et assimilés	11,0	20,7	18,6
Crédits à court terme	- 3,2	2,5	19,4
Crédits à long terme	8,0	25,5	26,4
Actions	52,1	74,2	113,7
<b>Total des flux de placement bancaires et non bancaires des ménages</b>	<b>82,1</b>	<b>88,8</b>	<b>85,3</b>
Dépôts à vue	4,8	11,5	8,8
Placements à vue (livrets A, bleus, jeune, livrets d'épargne populaire, ...)	12,9	2,6	0,8
Placements à échéance (comptes à terme)	- 7,2	- 4,3	5,5
PEL et PEP bancaires	12,0	10,5	- 11,1
Placements en assurance-vie	52,1	58,7	69,0
Obligations	- 2,7	6,2	- 9,7
OPCVM de court terme	- 4,6	- 3,6	1,7
OPCVM de long terme	6,6	22,8	15,9
Actions et autres participations	8,2	- 15,6	4,4

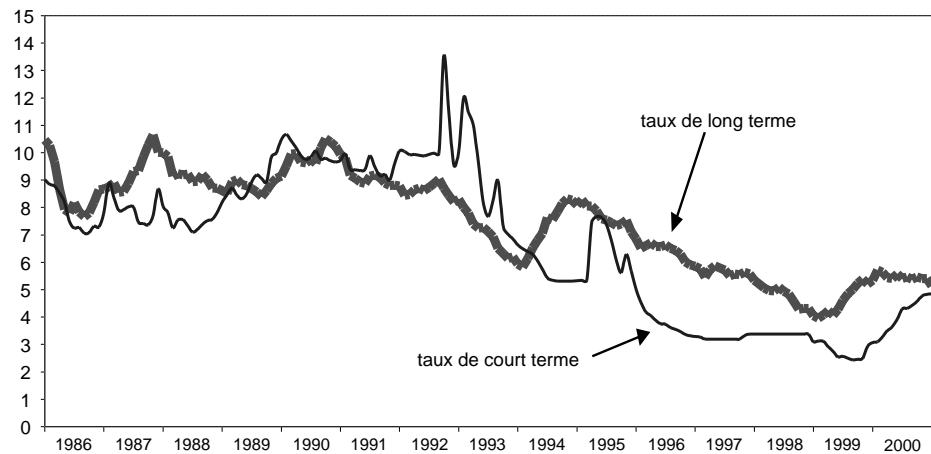
Graphique 1  
**Endettement des sociétés hors actions  
 et endettement bancaire des ménages**



Avertissement : les séries antérieures à 1995 sont celles de l'ancien système de comptes nationaux. L'année 1994 comporte une rupture de série

Graphique 2  
**Taux d'intérêt de 1986 à 2000**

(moyennes mensuelles en pourcentage)



Taux à court terme : taux au jour le jour sur le marché interbancaire  
 Taux à long terme : taux des emprunts d'État à long terme





# Enquête financière – Premier trimestre 2001

## Methodologie de l'enquête

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance, menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé, le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

## Vue d'ensemble

Les principales évolutions financières, intervenues au cours du premier trimestre 2001, sont les suivantes.

### *Situation des entreprises et des particuliers*

*La situation de trésorerie des entreprises a enregistré un léger repli, mais elle demeure, dans l'ensemble, satisfaisante. Les résultats bruts d'exploitation sont en net retrait par rapport à ceux enregistrés au cours des premiers mois de 2000 et les besoins en fonds de roulement ont continué d'augmenter.*

*Les dépenses d'investissement des entreprises ont sensiblement décéléré, après les fortes progressions enregistrées en 2000. De ce fait, les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes ont été moins soutenues qu'au trimestre précédent.*

*Le patrimoine financier des ménages s'est assez nettement contracté, en raison principalement du recul des marchés boursiers.*

*Le niveau d'endettement global des particuliers a peu varié.*

*Au cours du deuxième trimestre 2001, la demande de crédit devrait se renforcer, de la part des particuliers comme des entreprises.*

### *Situation des établissements de crédit*

*La compétition entre établissements de crédit s'est, dans l'ensemble, accrue, notamment en direction de la clientèle des particuliers. Les conditions débitrices ont diminué plus sensiblement que les conditions créditrices.*

*Au total, les marges bancaires se sont légèrement détériorées.*

*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

## 1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du premier trimestre 2001, la concurrence entre établissements de crédit s'est, dans l'ensemble, accentuée. Elle est demeurée sensiblement plus vive à l'égard des particuliers que des entreprises. Les conditions débitrices ont diminué plus nettement que les conditions créditrices, provoquant une légère détérioration des marges bancaires.

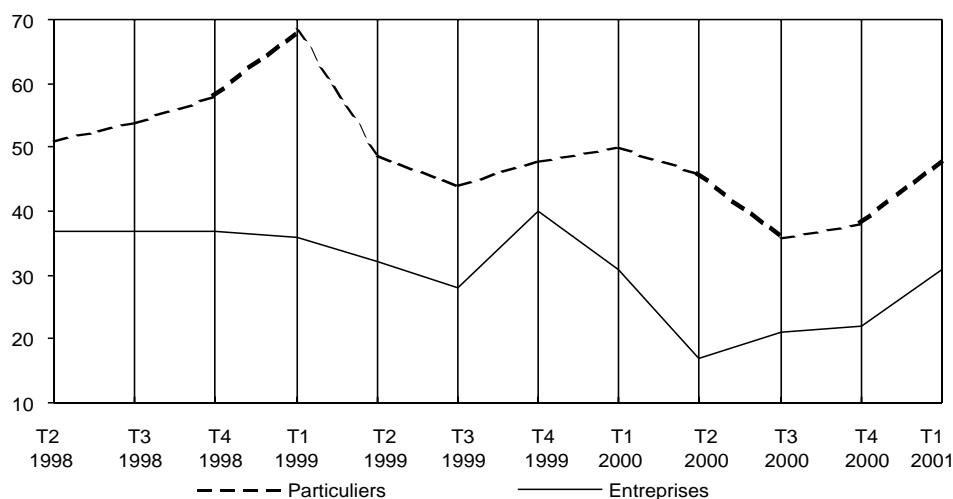
### Le comportement des établissements de crédit – Solde des opinions

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1999	3 <sup>e</sup> trim. 1999	4 <sup>e</sup> trim. 1999	1 <sup>er</sup> trim. 2000	2 <sup>e</sup> trim. 2000	3 <sup>e</sup> trim. 2000	4 <sup>e</sup> trim. 2000	1 <sup>er</sup> trim. 2001
Concurrence								
sur les placements								
des particuliers	11	19	13	29	16	18	24	34
des entreprises	8	11	11	12	7	14	10	13
Concurrence sur les crédits								
aux particuliers	71	60	42	57	50	46	31	49
aux entreprises	50	42	38	33	33	38	12	25
Stratégie prévue								
pour les placements								
des particuliers	25	36	47	40	36	36	48	41
des entreprises	11	21	20	21	15	18	15	16
Stratégie prévue								
pour les crédits								
aux particuliers	49	44	48	50	46	36	38	48
aux entreprises	32	28	40	31	17	21	22	31
Rémunération								
des placements								
des particuliers	- 6	- 21	13	12	30	37	11	- 1
des entreprises	- 7	5	15	19	29	32	12	- 2
Taux des crédits								
des particuliers	- 12	44	52	39	45	47	5	- 17
des entreprises	- 6	28	39	39	56	45	13	- 4
Prix des services								
des particuliers	10	12	9	18	9	10	9	18
des entreprises	13	8	11	23	7	8	6	16
Marges bancaires	- 18	- 14	- 9	- 8	- 3	- 4	- 4	- 9
Évolution prévue de la demande de crédit	46	30	34	47	34	17	26	25

### Stratégie prévue pour les crédits

(soldes d'opinions – séries brutes)



### En matière de crédit

Sur le marché des *particuliers*, la compétition s'est sensiblement intensifiée en ce qui concerne les crédits immobiliers où la demande est moins dynamique ; elle s'exerce à la fois sur les taux, orientés à la baisse, les garanties et les frais de dossier. S'agissant des crédits à la consommation, l'arrivée sur le marché de nouveaux acteurs (banque directe, grande distribution...) contribue à accentuer le climat de concurrence.

Sur le marché des *entreprises*, la concurrence s'est accrue, mais elle demeure moins vive qu'en direction des particuliers ; de ce fait, les établissements de crédit tendent à privilégier les meilleurs dossiers.

### En matière de placements

Un nouveau renforcement de la compétition entre établissements de crédit a été constaté au cours du premier trimestre 2001. Vis-à-vis des entreprises, la concurrence a surtout pour objet le placement de la trésorerie, grâce à une offre de produits sur mesure et au développement d'une gamme de plus en plus complète de « services en ligne ». En ce qui concerne la clientèle particulière, le net recul des marchés boursiers a entraîné une réorientation de l'épargne vers des placements traditionnels à taux garantis.

### Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires

Une diminution des conditions débitrices a été enregistrée par rapport au trimestre précédent, sensiblement plus marquée en direction des particuliers que des entreprises. Elle s'est accompagnée d'un léger recul des conditions créditrices. Malgré la hausse des prix des services, due à la revalorisation annuelle des tarifs effectuée en janvier, les marges bancaires se sont quelque peu détériorées.

### Évolution prévue de la demande de crédit

Les établissements interrogés prévoient un renforcement de la demande de crédit, au deuxième trimestre 2001, tant de la part des particuliers que des entreprises.

## 2. Le comportement des entreprises

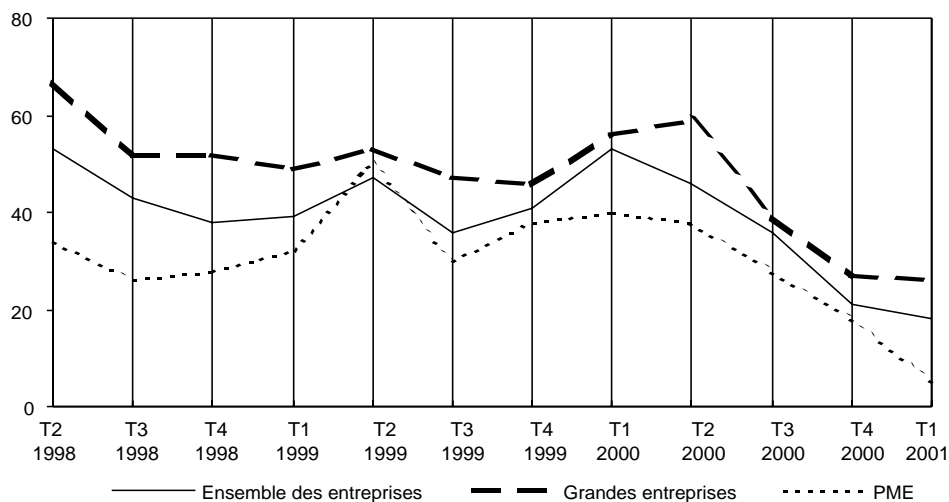
### Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1999	3 <sup>e</sup> trim. 1999	4 <sup>e</sup> trim. 1999	1 <sup>er</sup> trim. 2000	2 <sup>e</sup> trim. 2000	3 <sup>e</sup> trim. 2000	4 <sup>e</sup> trim. 2000	1 <sup>er</sup> trim. 2001
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	47	36	41	53	46	36	21	18
Grandes entreprises	53	47	46	56	59	39	27	26
PME	50	30	38	40	38	28	18	5
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	25	18	26	35	25	17	13	14
Grandes entreprises	32	23	29	38	28	16	17	17
PME	18	17	18	26	22	12	9	5
Difficultés de paiement	- 18	- 19	- 24	- 19	- 21	- 14	- 9	- 10
Résultats bruts d'exploitation	38	36	39	39	45	30	19	18
Besoins en fonds de roulement	19	17	14	21	34	26	26	20
Investissements globaux	56	42	46	51	54	29	29	11
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits								
à court terme	13	9	11	9	17	12	22	10
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme								
Situation de l'endettement global	53	43	50	42	40	22	30	11
Dépôts à vue (encours moyen)	11	10	17	17	17	- 1	12	8
Dépôts à vue (encours moyen)	28	31	25	28	31	33	17	15
Placements nouveaux liquides	- 4	- 9	- 7	5	20	31	17	9
Placements nouveaux en titres négociables								
dont Titres d'OPCVM	19	12	8	32	20	23	4	- 5
dont Titres d'OPCVM	25	24	11	36	29	26	4	- 3
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	15	15	11	13	18	11	15	13
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	44	32	37	48	34	14	22	19

### Situation de trésorerie des entreprises

(soldes d'opinions – séries brutes)



La situation de trésorerie des entreprises a de nouveau enregistré un léger repli au cours de ce trimestre. Ce mouvement a plus particulièrement affecté les petites entreprises et les industries agro-alimentaires.

Néanmoins, la situation des trésoreries des entreprises reste globalement considérée comme satisfaisante par les banquiers interrogés.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises ne devrait guère varier.

Les difficultés de paiement ont encore diminué au cours de ce trimestre, à un rythme un peu inférieur à celui observé au cours des trimestres précédents. Les résultats bruts d'exploitation, portant sur le début de l'année 2001, sont en net retrait par rapport à ceux enregistrés au cours des premiers mois de 2000. Leur rythme de croissance est ainsi le plus bas enregistré depuis plus de trois ans, malgré le dynamisme des ventes, sur le marché intérieur, des entreprises du commerce, notamment. Les ventes à l'étranger semblent avoir assez nettement décéléré, comme les ventes, sur le marché intérieur, des industries agroalimentaires, des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, des biens d'équipement. Par ailleurs, les prix de vente n'ont, dans l'ensemble, que peu varié. Les besoins en fonds de roulement ont ainsi continué à augmenter au cours de ce trimestre.

Les entreprises ont, au total, accru leur recours aux crédits à court terme, à un rythme, toutefois, plus modéré qu'au cours des trimestres précédents.

Par ailleurs, les dépenses d'investissement ont nettement décéléré au cours des premiers mois de l'année, leur rythme de croissance étant le plus faible enregistré depuis le deuxième trimestre 1997. Selon les banquiers interrogés, de nombreux projets d'investissement ont, en effet, été repoussés, en raison des incertitudes pesant sur l'évolution de l'environnement international.

Les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes sont ainsi apparues sensiblement moins soutenues qu'au trimestre précédent.

Au total, le niveau de l'endettement global des entreprises n'a guère varié au premier trimestre et reste globalement jugé satisfaisant par les banquiers interrogés.

L'encours des dépôts à vue a, de nouveau, légèrement diminué, alors que les placements liquides se ralentissaient fortement et que ceux en titres d'OPCVM se contractaient.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une hausse d'ampleur encore modérée, tandis que la demande de prêts à moyen et long termes ne devrait pas connaître de rebond. Selon les banquiers interrogés, les investissements envisagés pour le deuxième trimestre 2001 sont inférieurs à ceux enregistrés l'an dernier pour la même période.

### 3. Le comportement des particuliers

#### 3.1. Les comportements d'épargne

Le patrimoine financier des ménages s'est sensiblement contracté au premier trimestre 2001, en raison, principalement, du recul des marchés boursiers.

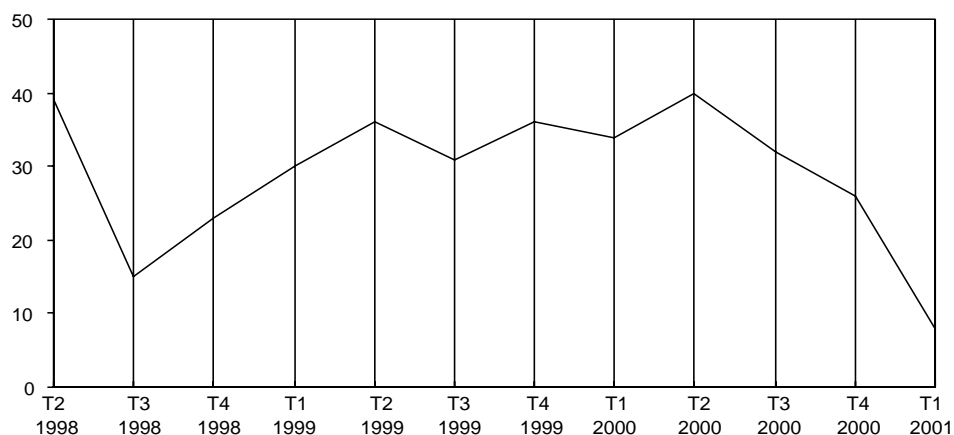
#### Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'épargne des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées	2 <sup>e</sup> trim. 1999	3 <sup>e</sup> trim. 1999	4 <sup>e</sup> trim. 1999	1 <sup>er</sup> trim. 2000	2 <sup>e</sup> trim. 2000	3 <sup>e</sup> trim. 2000	4 <sup>e</sup> trim. 2000	1 <sup>er</sup> trim. 2001
Situation du patrimoine financier	36	31	36	34	40	32	26	8
Encours moyens des dépôts à vue	44	51	52	34	29	28	32	9
Encours moyens des livrets	0	-25	-34	-35	-33	-11	-18	0
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	-46	-39	-16	-11	21	32	36	48
Placements nouveaux en PEL	12	20	6	-6	-28	-4	-12	5
Placements nouveaux en PEP	-33	-29	-31	-47	-51	-48	-49	-47
Placements en actions	60	37	58	88	58	30	8	-47
Placements en obligations	-6	-3	2	-12	-11	-2	-4	-9
Placements en OPCVM court terme	6	9	-1	22	14	22	7	7
Placements en autres OPCVM	49	42	58	62	62	45	34	-16

#### Patrimoine financier des particuliers

(soldes d'opinions – séries brutes)





Les encours moyens des dépôts à vue des particuliers ont nettement baissé, affectés par le rythme soutenu des dépenses des ménages, la ponction opérée par le premier tiers provisionnel et des arbitrages de portefeuille au profit d'autres placements (comptes à terme et certificats de dépôts, qui offrent des conditions relativement plus attractives, et surtout assurance-vie, produit dont le succès auprès du public ne se dément pas).

De façon générale, la volatilité des cours boursiers a entraîné des arbitrages défavorables aux placements en actions, qui ont fortement diminué au cours du premier trimestre au profit de placements moins risqués.

### 3.2. Les comportements d'endettement

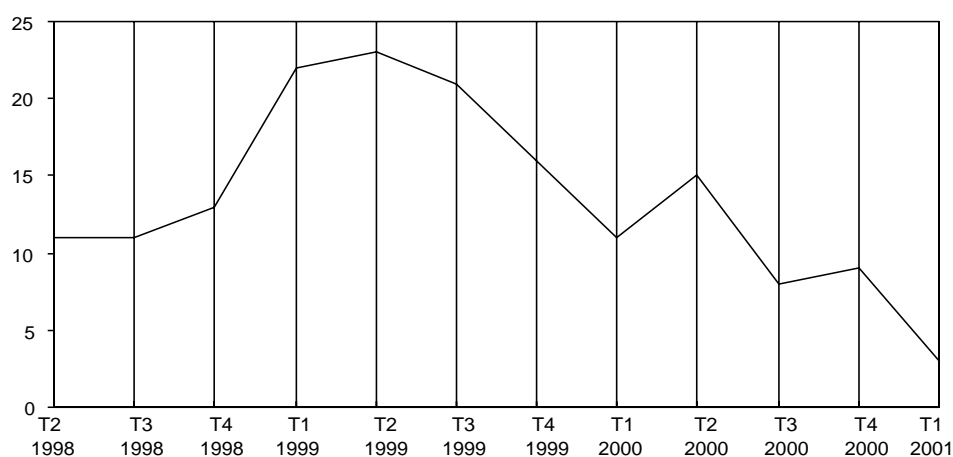
#### Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'endettement des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1999	3 <sup>e</sup> trim. 1999	4 <sup>e</sup> trim. 1999	1 <sup>er</sup> trim. 2000	2 <sup>e</sup> trim. 2000	3 <sup>e</sup> trim. 2000	4 <sup>e</sup> trim. 2000	1 <sup>er</sup> trim. 2001
Situation de l'endettement global	23	21	16	11	15	8	9	3
Difficultés de paiement	- 2	- 5	- 7	- 12	- 5	- 3	- 6	- 4
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	33	27	30	26	37	16	23	9
Utilisations nouvelles de prêts personnels	61	45	52	34	55	17	27	27
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	101	64	39	8	14	- 1	6	4
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	28	29	29	37	32	20	22	32

#### Endettement global des particuliers

(soldes d'opinions – séries brutes)



Le niveau d'endettement global des particuliers a légèrement diminué au cours du premier trimestre.

Le climat de confiance des ménages et le dynamisme de la consommation ont stimulé la demande de prêts personnels et, notamment, des prêts affectés à l'achat d'automobiles.

Les utilisations de crédits de trésorerie ont également progressé, de façon beaucoup plus modérée. En revanche, le recours aux crédits immobiliers est demeuré modeste.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit de trésorerie devrait se renforcer, bénéficiant de l'orientation favorable de la consommation des ménages ; par ailleurs, une reprise des demandes de crédits immobiliers est attendue.

# Résumés d'analyses et d'enquêtes

Le contenu détaillé des analyses et enquêtes résumées ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr))

## Les marchés mondiaux de matières premières au premier trimestre 2001

*Au premier trimestre, les cours mondiaux de matières premières ont, dans l'ensemble, reculé.*

*Les cours des denrées alimentaires se sont inscrits à la baisse, à l'exception de ceux du blé et du cacao.*

*Les prix des produits agricoles à usage industriel sont en recul, mis à part ceux de la pâte à papier, restés stables.*

*S'agissant des prix des produits minéraux, les cours se sont tous repliés, hormis ceux du plomb.*

*Sur le trimestre, l'indice Moody, exprimé en dollars, a progressé de 1,14 %, tandis que l'indice Reuter, libellé en livres sterling, a reculé de 4,74 %.*

*L'indice Banque de France, qui reflète le coût en monnaie nationale des matières premières importées hors énergie, est ressorti en baisse de 6,25 % (+ 0,89 % sur un an). Les indices partiels relatant les coûts des produits alimentaires, des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont régressé de, respectivement, 5,75 %, 8,91 % et 5,28 %.*

*Sur la même période, le cours de l'euro s'est apprécié de 1,11 % par rapport au dollar et de 3,28 % par rapport à la livre sterling ; il s'est établi en mars à 0,91 dollar et à 0,63 livre sterling.*

*Les cours du pétrole se sont détendus, en raison d'une révision à la baisse de la demande. Les prix du Brent, brut de référence de la Mer du Nord, se sont réduits de 3,81 % par rapport à ceux de décembre 2000, cotant en moyenne 24,52 dollars en mars 2001, contre 25,49 dollars en décembre 2000. Les cours du Dubaï se sont appréciés de 4,62 %, tandis que ceux du WTI se sont repliés de 2,21 %.*

Évelyne FAM  
Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles

## Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2001

*Selon les données communiquées par les établissements bancaires, la valeur des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à fin mars 2001 à 93,1 milliards d'euros, en diminution de 6,4 % par rapport au trimestre précédent et de 3,3 % sur un an. Corrigé de l'évolution des cours, l'encours des PEA bancaires a progressé au premier trimestre 2001 d'environ 5 % pour les actions et de 1 % pour les titres d'OPCVM éligibles. La valeur moyenne d'un PEA était de 13 930 euros à fin mars 2001. Celle du compte-titres moyen était de 23 548 euros dans l'enquête-titres de décembre 2000.*

*Le nombre de comptes a augmenté de 235 000 au premier trimestre 2001, dans la continuité du trimestre précédent. La correction boursière du premier trimestre 2001 ne semble pas avoir découragé l'ouverture de PEA par de nouveaux ménages. L'épargne investie, notamment en actions, est globalement significative. Toutefois, le portefeuille des personnes physiques les plus aisées, clientes des banques d'affaires et des sociétés de bourse (7 % des encours), a diminué d'environ 3 % en volume et le nombre de comptes PEA s'est réduit de 5 %.*

Monique CHOCRON  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

## Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2000

*Au quatrième trimestre 2000, dans un contexte de recul des cours, les investisseurs institutionnels résidents ont renforcé leurs portefeuilles d'actions françaises cotées, alors que les non-résidents les ont allégés.*

*Le marché obligataire français a bénéficié du repli des taux à long terme. Les investisseurs non résidents ont procédé à des achats nets importants d'obligations françaises, alors que les secteurs résidents ont tiré parti de la bonne orientation des cours pour alléger leurs portefeuilles. Tel a, notamment, été le cas des entreprises d'assurance qui ont réalloué une partie de leurs placements au profit de titres étrangers.*

*L'ensemble des secteurs a procédé à des cessions nettes de titres d'OPCVM monétaires. En revanche, les OPCVM non monétaires ont attiré des flux de placements positifs de tous les secteurs et, notamment, des investisseurs institutionnels, en dépit du léger fléchissement de leurs cours, imputable à leur composante actions.*

Hervé GRANDJEAN  
Marie-Christine BERGÉ  
*Direction des Études et des Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières*



# Bulletin officiel

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

## Sommaire

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

#### Banque de France

Extrait du registre des décisions de M. le gouverneur de la Banque de France

- |                               |  |
|-------------------------------|--|
| DR n° 2028 du 3 avril 2001 :  | Barème de traitement du personnel permanent<br>Indemnité de résidence et supplément familial de traitement |
| DR n° 2029 du 3 avril 2001 :  | Agents non permanents<br>Services de garde<br>Remplacement des agents de service                           |
| DR n° 2030 du 3 avril 2001 :  | Rémunération du personnel non permanent d'entretien  |
| DR n° 2031 du 3 avril 2001 :  | Rémunération des agents de surveillance  |
| DR n° 2032 du 3 avril 2001 :  | Rémunération des conjoints des concierges<br>et des concierges à gages                                     |
| DR n° 2033 du 3 avril 2001 :  | Salaire du personnel auxiliaire de caisse  |
| DR n° 2034 du 9 avril 2001 :  | Organisation de l'Inspection   |
| DR n° 2035 du 18 avril 2001 : | Indemnités diverses  |
| DR n° 2036 du 30 avril 2001 : | Organisation de la direction générale des Opérations et<br>de la Caisse générale                           |

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

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

- au premier trimestre 2001
- en mars 2001

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

- au premier trimestre 2001
- en mars 2001

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

#### Banque de France

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

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

