

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2014

**198**



# SOMMAIRE

## ÉTUDES

- Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : les tendances à mi-2014** 1  
Gwenaëlle FEGAR  
*Après sa nette reprise de 2013, la distribution de crédits à l'habitat se modère en 2014 dans un environnement de taux d'intérêt exceptionnellement bas.*
- Évolution des flux de placements financiers des ménages français entre juin 2013 et juin 2014 et incidence sur les groupes de bancassurance** 9  
Adeline BACHELLERIE, Guillaume FERRERO et Jean-Baptiste FELLER  
*Le premier semestre 2014 est marqué par le regain de faveur des ménages pour l'assurance-vie alors que la collecte des livrets d'épargne réglementée s'amenuise après son gonflement induit fin 2012-début 2013 par les relèvements de plafonds.*
- Le patrimoine économique national en 2013 – Deuxième année de stabilité** 25  
Fabienne MONTEIL, Sylvain HUMBERTCLAUDE et Léa MAURO  
*En 2013, la progression du patrimoine économique national est soutenue par celle du patrimoine financier des ménages alors même que les sociétés non financières réduisent leurs stocks. Les ménages limitent la croissance des crédits contractés et renforcent leurs souscriptions nettes en contrats d'assurance-vie ; ils délaissent les obligations et les titres d'OPC et réduisent leurs placements sur les livrets d'épargne.*
- L'intérêt des Français pour l'économie et leur perception de la situation économique en 2014** 33  
**Résultats du sondage présentés aux Journées de l'économie**  
Patrick HAAS  
*L'intérêt des Français pour l'économie progresse par rapport à l'année dernière, avec une préoccupation marquée pour la situation de l'État et des finances publiques, sujet d'inquiétude pour 80 % d'entre eux. S'ils ont une perception collective pessimiste de la situation économique, ils sont plutôt optimistes sur leur situation individuelle.*
- La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement** 41  
Laurent CARLINO, Germain DAIRAY et François SERVANT  
*Les 80 principaux groupes français ont continué de renforcer leur trésorerie au premier semestre 2014, tout en poursuivant leur stratégie de désendettement et d'augmentation des fonds propres.*
- Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse** 57  
Laurent CARLINO et Dominique LEFILLIATRE  
*L'activité des entreprises françaises a peu progressé en 2013 mais leurs marges cessent de s'éroder, ce qui permet aux taux d'épargne et d'autofinancement de se redresser légèrement. La structure financière des entreprises demeure généralement solide. Le taux d'endettement diminue et le coût de la dette s'allège.*
- Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007** 83  
Anne-Christèle CHAVY-MARTIN et François SERVANT  
*En 2013, les délais de paiement fournisseurs ont baissé pour la septième année consécutive et les délais clients ont légèrement augmenté après six ans de repli. Le solde du crédit interentreprises se dégrade. Le coût implicite des retards de paiement pour les entreprises est d'environ 10 milliards d'euros.*

<b>La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010</b>	<b>101</b>
<b>Alessandro MARAVALLE, Marie-Élisabeth de la SERVE et Grégory VERDUGO</b>	
<i>Depuis 2010, la courbe de Beveridge de la zone euro, plus particulièrement celle de la France, indique une hausse simultanée du chômage et des vacances d'emploi, ce qui suggère une augmentation du chômage structurel.</i>	
<b>Marché du travail et politique monétaire aux États-Unis : débats actuels et enjeux</b>	<b>113</b>
<b>Laurent FERRARA et Giulia SESTIERI</b>	
<i>Le marché du travail se trouve désormais au cœur de la politique monétaire des États-Unis. Les auteurs analysent les débats actuels au sein de la Fed et les défis auxquels celle-ci est confrontée.</i>	
<b>La balance des paiements de la France selon les nouvelles normes internationales : une réponse statistique à la mondialisation de l'économie</b>	<b>125</b>
<b>Bertrand COLLÈS, Jeanne PAVOT et Julien URI</b>	
<i>La balance des paiements et la position extérieure de la France sont établies depuis cette année selon une nouvelle méthodologie internationale élaborée par le FMI. Cette étude en analyse les impacts sur les données françaises, et montre comment elle permet de mieux refléter la chaîne mondiale des échanges de biens et services.</i>	
<b>Quatre instruments de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne</b>	<b>141</b>
<b>Amadou SY</b>	
<i>L'intégration financière en Afrique peut contribuer à une élévation durable de la croissance économique, mais peut être également associée, comme dans les pays développés, à des risques croissants de contagion des crises. À cet égard, il apparaît essentiel de mettre en place des politiques publiques promouvant un renforcement durable et stable de l'intégration financière africaine.</i>	
<b>Réussir l'intégration financière en Afrique</b>	
<b>Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France et la Ferdi le 27 mai 2014</b>	<b>157</b>
<b>Samuel GUÉRINEAU et Luc JACOLIN</b>	
<i>La Banque de France a tenu, en partenariat avec la Ferdi, une conférence intitulée « Réussir l'intégration financière en Afrique » en mai 2014. Cette conférence a permis de mettre en lumière les différents enjeux de l'intégration financière croissante de l'Afrique, tant régionale que globale, ainsi que les éléments d'un bon compromis entre les objectifs publics d'intégration et de stabilité financière.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	<b>Sommaire</b> <span style="float: right;"><b>SI</b></span>
<b>DIVERS</b>	<b>Abréviations</b> <span style="float: right;"><b>I</b></span>
	<b>Documents publiés</b> <span style="float: right;"><b>III</b></span>
	<b>Coupon-abonnement</b> <span style="float: right;"><b>XVII</b></span>

Achévé de rédiger le 22 décembre 2014

# Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : les tendances à mi-2014

---

**Gwenaëlle FEGAR**

*Direction des Statistiques monétaires et financières*

*Service d'Analyse des financements nationaux*

*Après une forte progression de début 2013 à mi-2014, la distribution des crédits à l'habitat se modère quelque peu en France depuis ces derniers mois. Dans un environnement de taux d'intérêt exceptionnellement bas, les banques font état d'une reprise de la demande de crédit des ménages aux deuxième et troisième trimestres 2013 tandis que d'importants volumes de prêts sont renégociés ou rachetés durant toute l'année 2013.*

*Reflétant la diversité des situations locales en matière d'emploi et de démographie, le crédit à l'habitat affiche des évolutions contrastées selon les régions. Alors que le financement des logements anciens progresse, celui des logements neufs pâtit d'une conjoncture dégradée.*

Mots clés : crédits nouveaux à l'habitat, taux d'intérêt bancaire,  
durée des prêts à l'habitat

Code JEL : G1

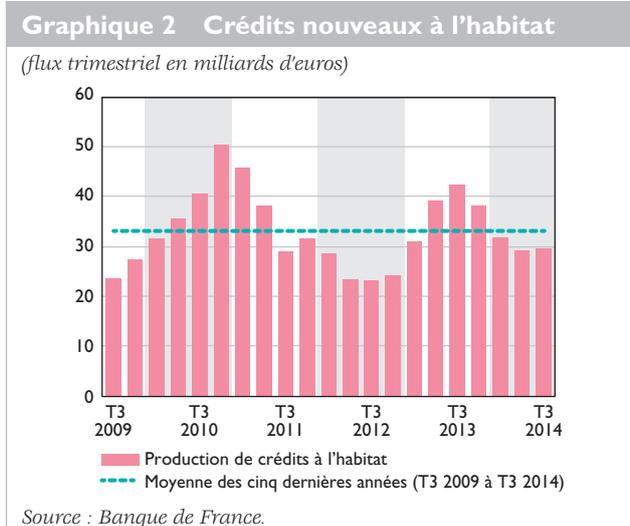
## I | Dynamisme des crédits à l'habitat

### I | I Progression plus rapide en France que dans la zone euro

La progression annuelle des crédits à l'habitat des ménages <sup>1</sup>, après avoir fortement ralenti de mi-2011 (+ 8,7 % en rythme annuel) à janvier 2013 (+ 2,4 %), est revenue au premier semestre 2014 à environ 3 % par an, soit un rythme supérieur à celui des autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 1).

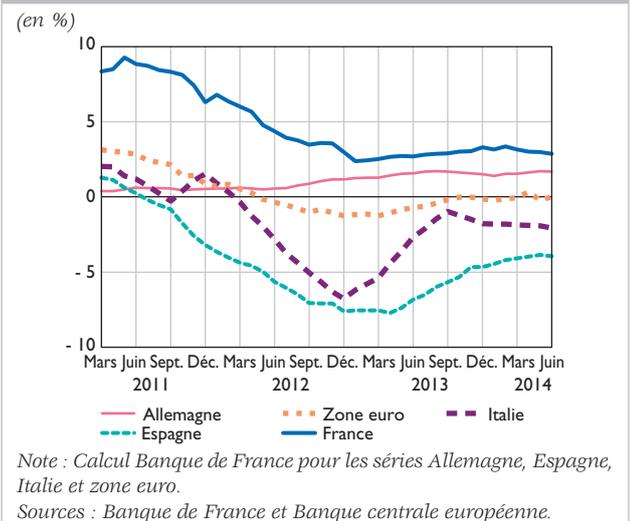
En termes de production nouvelle, les flux de crédits à l'habitat trimestriels (près de 30 milliards d'euros) restent inférieurs aux montants observés de 2005 à 2007, mais se situent au-dessus des points bas de 2009 et mi-2012 (cf. graphique 2).

En 2013, une partie des flux de crédits (cf. graphique 3) est imputable à des opérations de renégociation et de rachat de prêt dont la part a atteint près de 35 % à la suite

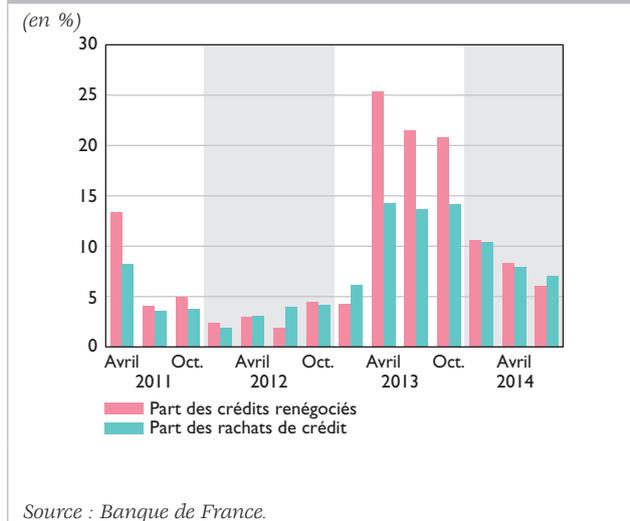


de la baisse des taux intervenue à partir d'avril 2012 (cf. *infra*). En 2014, la part des renégociations et rachats dans les nouveaux crédits a graduellement diminué pour s'établir respectivement à 6 % et 7 % en juillet 2014.

**Graphique 1 Taux de croissance annuel des crédits à l'habitat**



**Graphique 3 Part des rachats et renégociations dans la production de crédit à l'habitat**



<sup>1</sup> Corrigée des opérations de titrisation.

## I | 2 Baisse des crédits finançant des logements neufs

La production nouvelle de crédits destinés à financer des logements neufs a baissé de 7,4 % sur un an au deuxième trimestre 2014, et leur part s'établit à 24 % de la production totale de crédits immobiliers (cf. graphique 4). Cette baisse est cohérente avec la dégradation du marché des logements neufs en 2013 qui s'illustre au travers d'une réduction de 12,1 % sur un an des ventes de logements neufs au deuxième trimestre 2014, et de la réduction du nombre de mises en chantier (305 654 logements cumulés sur un an au deuxième trimestre 2014, après 342 294 au deuxième trimestre 2013 <sup>2</sup>). Enfin, les délais d'écoulement des logements neufs mis en vente se sont allongés de façon continue depuis le deuxième trimestre 2013, pour les appartements comme pour les maisons individuelles.

Ces évolutions sont en partie à mettre en relation avec les modifications apportées au cours des dernières années aux différents dispositifs fiscaux d'incitation à l'investissement locatif et au prêt à taux zéro (PTZ) (cf. encadré).

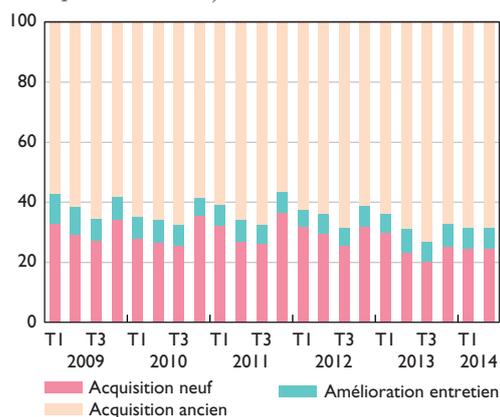
Sur le marché des logements anciens, la production nouvelle de crédits a progressé en juin 2014 de 14,3 % sur un an. Cette évolution est en ligne avec l'augmentation du nombre de transactions, qui s'élève à 9,2 % sur la même période dans un contexte de tassement des prix de l'immobilier (sur l'ensemble de la France métropolitaine, les prix de l'immobilier ancien, après avoir baissé tout au long de l'année 2012, ont été quasi stables en 2013 et début 2014 ; cf. graphique 5) <sup>3</sup>.

La reprise des crédits dans le marché de l'ancien s'est accompagnée d'une baisse des apports personnels <sup>4</sup>, qui s'explique notamment par le rebond des opérations donnant lieu à surfinancement <sup>5</sup>, le plus souvent proposées à des acquéreurs déjà propriétaires, notamment dans le cadre d'investissements locatifs fiscalement aidés.

La part des financements de logements anciens dans les crédits nouveaux à l'habitat s'établit à près de 70 % au premier semestre 2014 tandis que celle des financements destinés à l'amélioration et à l'entretien de l'habitat est stable à environ 7 % (cf. graphique 4).

**Graphique 4 Affectation des crédits nouveaux à l'habitat**

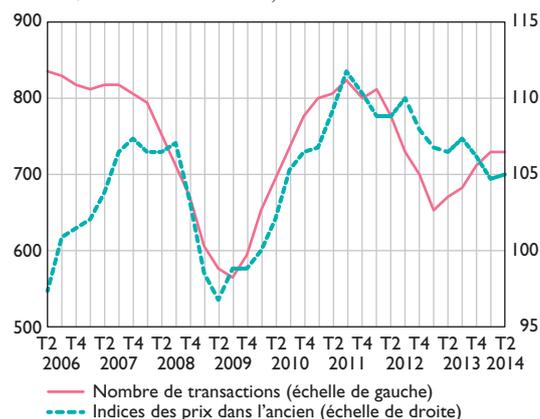
(en % de la production totale)



Source : Banque de France.

**Graphique 5 Nombre de transactions et prix des logements anciens**

(en milliers, base 100 au T1 2010)



Sources : Insee, CGEDD.

<sup>2</sup> Source : Commissariat général au développement durable, service de l'Observation et des Statistiques.

<sup>3</sup> Source Insee : selon les données provisoires corrigées des variations saisonnières, les prix des logements anciens sont stables au deuxième trimestre 2014. Sur un an, les prix enregistrent une baisse de - 1,2 %.

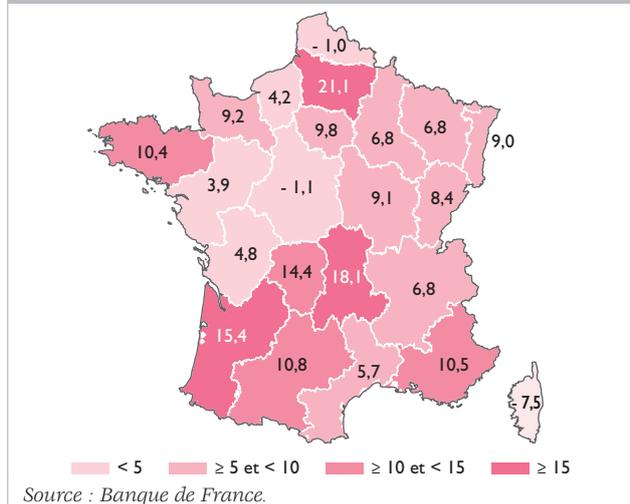
<sup>4</sup> Source : ACPR, Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat. La loan-to-value, qui correspond au ratio constaté à l'octroi du prêt entre le montant du crédit principal et la valeur d'achat du logement hors droits de mutation et/ou d'acquisition, a progressé en 2013 pour s'établir à 84 % début 2014.

<sup>5</sup> Opérations pour lesquelles le taux d'apport est négatif, la banque finançant par exemple, outre l'acquisition, les frais de notaire et/ou de garantie (source : ACPR, Analyses et Synthèses n° 32, juillet 2014).

### I | 3 Des évolutions contrastées selon les régions

Le marché immobilier et par suite le financement de l'habitat sont marqués par de fortes disparités régionales, reflétant la diversité des situations locales en matière d'emploi et de démographie. Les évolutions sur un an des crédits à l'habitat mis en force varient ainsi de - 7,5 % à + 21,1 %<sup>6</sup>. Entre mi-2013 et mi-2014, les régions ayant connu la plus forte progression sont la Picardie, l'Auvergne et l'Aquitaine avec une progression annuelle supérieure à 15 % tandis que les régions les moins dynamiques sont la Corse, le Centre et le Nord-Pas-de-Calais, qui enregistrent une baisse de la production nouvelle sur cette période. L'Île-de-France et la région PACA, qui représentent à elles deux près d'un tiers du marché des crédits à l'habitat, connaissent une progression de la production d'environ 10 % sur un an (cf. graphique 6).

Graphique 6 Taux de croissance annuel des crédits nouveaux à l'habitat à la fin du deuxième trimestre 2014



ENCADRÉ

#### Les dispositions fiscales récentes

##### Le prêt à taux zéro renforcé (PTZ+)

- **Modification des modalités du PTZ+**

Le PTZ+, mis en place en 2011, a vocation à favoriser l'accession à la propriété des ménages modestes.

À compter du 1<sup>er</sup> octobre 2014 (Journal officiel du 06/08/2014), les plafonds de ressources, les quotités de prêt, les plafonds d'opération ainsi que les profils de remboursement sont modifiés et différenciés selon les zones géographiques afin de rééquilibrer la répartition de l'aide. Le gouvernement prévoit ainsi de faire passer le nombre de bénéficiaires de 44 000 actuellement à 75 000 par an.

Le projet de loi de finance pour 2015 prolonge le PTZ jusqu'au 31 décembre 2017 et l'assouplit à nouveau : suppression de la condition de performance énergétique, assouplissement des conditions d'achat dans le parc social, extension à l'achat de logements anciens à réhabiliter en milieu rural.

L'éco-PTZ qui permet de financer des travaux améliorant la consommation énergétique de son logement est prolongé jusqu'au 31 décembre 2015. Il est désormais réservé aux travaux réalisés par des entreprises satisfaisant des critères de qualification (reconnu garant de l'environnement – RGE) et les conditions du cumul avec le crédit d'impôt développement durable (CIDD) ont été assouplies (décret n° 2014-812 du 16 juillet 2014).

.../...

6 Source « Centralisation des crédits nouveaux à l'habitat », collecte menée chaque trimestre par la Banque de France.

### • Évolution des flux nets de prêts à taux zéro

La création du PTZ+ au début de l'année 2011 s'est traduite par une augmentation des flux des prêts à 0 % (cf. graphique infra, qui inclut les éco-prêts<sup>1</sup>). À l'inverse, depuis le début de l'année 2012, les premières restrictions en matière d'accès au PTZ, et notamment le recentrage du PTZ+ sur le neuf, ont donné lieu à un net ralentissement de la production, et une contraction des flux nets s'est opérée depuis le mois de mars 2012.

#### Modification du dispositif d'incitation à l'investissement locatif

À partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015, mais avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> septembre 2014, le dispositif fiscal d'incitation à l'investissement locatif « Pinel » remplace le dispositif « Duflot », qui s'était lui-même substitué aux lois « Scellier », « Robien » et « Borloo populaire ».

Le principe reste de favoriser l'acquisition de logements neufs. Pour bénéficier du dispositif, l'investisseur doit satisfaire à une obligation de mise en location du logement pendant une certaine durée et, dans certains cas, les loyers ne doivent pas excéder des plafonds fixés par décret.

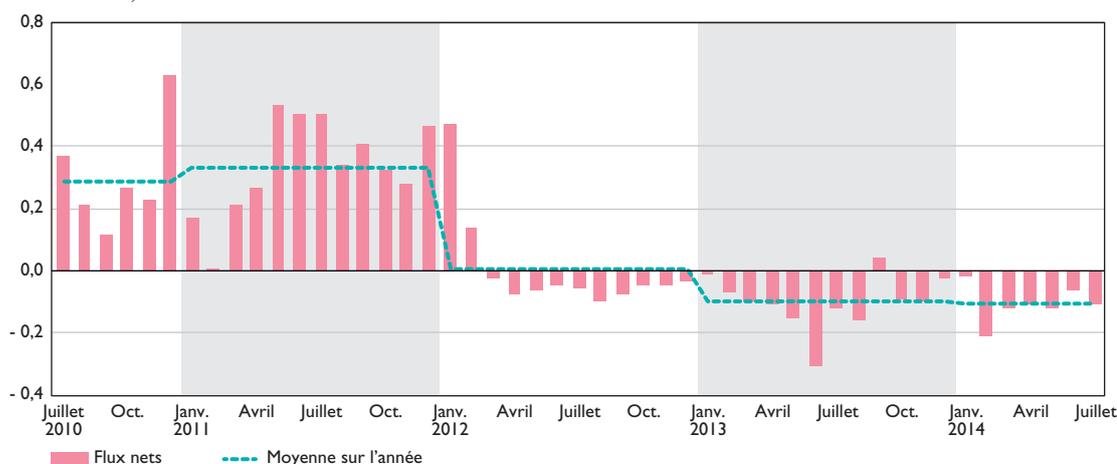
Les principales nouveautés du dispositif Pinel tiennent, d'une part, à la relation entre le niveau de défiscalisation et la durée d'engagement de mise en location du bien (12 % pour une durée de 6 ans ; 18 % pour 9 ans et 21 % pour 12 ans) et, d'autre part, à la possibilité désormais offerte de louer à un ascendant ou un descendant.

#### Modification des conditions d'obtention de l'abattement sur les plus-values immobilières réalisées lors de la vente d'une résidence secondaire ou occupée par un tiers

Depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2013 ont été modifiées les conditions d'obtention de l'abattement sur les plus-values immobilières réalisées lors de la vente d'un logement autre que la résidence principale, calculé sur la base de la durée de détention du bien. Le délai au terme duquel intervient l'exonération totale de la taxe sur les plus-values a été réduit de 30 ans à 22 ans (pour les prélèvements sociaux, l'exonération totale reste fixée à 30 ans). Par ailleurs, pour les ventes réalisées entre le 1<sup>er</sup> septembre 2013 et le 31 août 2014, un abattement exceptionnel supplémentaire de 25 % est applicable à la plus-value taxable.

### Évolution des flux nets de prêts à taux zéro

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

<sup>1</sup> Les éco-prêts ont été créés par la loi de finances 2009 et permettent, selon le même mécanisme que le prêt à taux zéro, de financer les travaux d'économie d'énergie et les éventuels frais induits par ces travaux afin de rendre un logement ancien plus économe en énergie, plus confortable et moins émetteur de gaz à effet de serre. Ils représentent néanmoins des montants bien inférieurs à ceux des prêts à taux zéro (statistiques du Fonds de garantie de l'accès social à la propriété, accessibles sous le lien <https://www2.sfgas.fr/web/guest/statistiques1>).

## 2| Rebond de la demande, portée notamment par l'amélioration des conditions financières

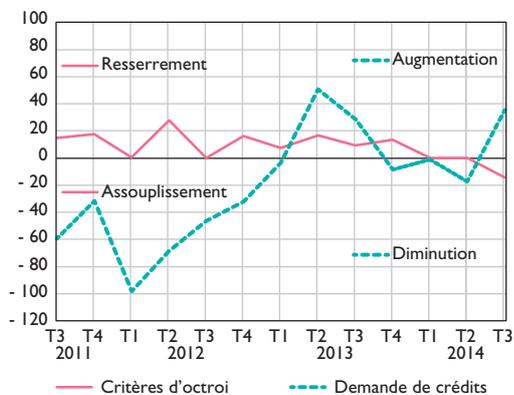
### 2| I Une demande de crédits à l'habitat plutôt dynamique

Après avoir fait état d'une baisse quasi continue de la demande de crédits à l'habitat en 2011 et 2012 dans l'enquête sur la distribution du crédit, les banques indiquent une hausse aux deuxième et troisième trimestres 2013. Considérée comme stable puis en légère baisse entre la fin 2013 et la mi-2014, la demande de crédits à l'habitat est à nouveau déclarée en augmentation au troisième trimestre 2014 (cf. graphique 7), sous l'effet de l'amélioration des perspectives sur le marché du logement et, dans une moindre mesure, de la reprise de la confiance des ménages.

Cette reprise de la demande de crédit à l'habitat s'inscrit dans un contexte où l'endettement total des ménages français atteint un niveau inédit dans notre pays (à 84,9 % du revenu disponible brut), tout en restant comparable à celui constaté en Allemagne et relativement modéré au regard de ce qui est observé dans certains autres grands pays européens (cf. graphique 8).

**Graphique 7 Critères d'octroi et demande de crédits à l'habitat**

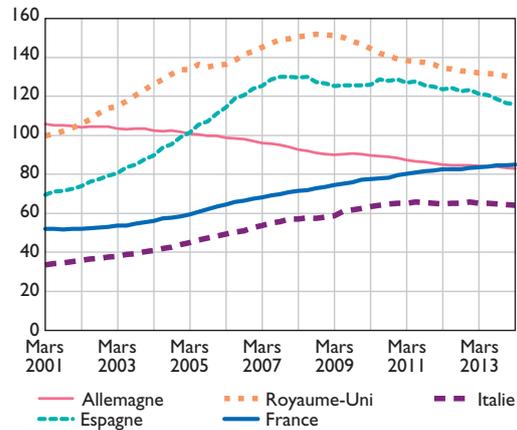
(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France.

**Graphique 8 Endettement des ménages**

(en % du revenu disponible brut - RDB)



Note : Données cvs pour la France.

Sources : Insee - Banque de France.

### 2| 2 Des conditions attractives de l'offre de crédit

Les critères d'octroi des crédits à l'habitat s'appuient notamment sur les caractéristiques de l'emprunteur (type de contrat de travail, ratio d'endettement, âge, etc.). En France, ils sont traditionnellement fixés de manière rigoureuse et ne font pas l'objet de révisions fréquentes. En particulier, les banques ont pour règle de limiter le montant des remboursements des crédits à l'habitat à un tiers des revenus du ménage au moment de l'octroi du crédit.

Selon l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur la distribution du crédit (cf. graphique 7), les banques commerciales n'ont pas changé leurs critères d'octroi des prêts à l'habitat au cours du premier semestre 2014 ; certaines d'entre elles les ont ensuite assouplis au troisième trimestre en raison d'une concurrence bancaire soutenue et de la baisse du coût des ressources.

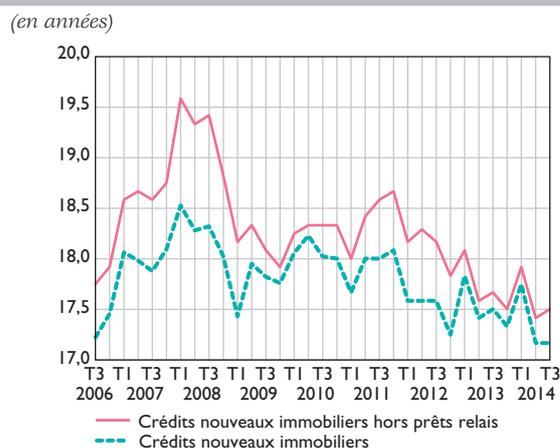
Globalement, le coût du crédit immobilier pour les ménages en France est actuellement très bas, les taux d'intérêt ayant atteint des niveaux inédits, tant pour les prêts à taux fixe (2,85 % en septembre 2014) que pour les prêts à taux variable et de courte durée (2,42 %). Depuis avril 2012, le taux moyen des crédits à taux fixe de durée initiale supérieure à 10 ans (qui représentent plus des deux tiers des crédits

à l'habitat accordés aux ménages) s'inscrit à la baisse, dans le sillage de la diminution des taux observée sur les marchés financiers, jusqu'à atteindre un plus bas historique à 2,90 % en septembre 2014.

La baisse des taux s'est par ailleurs accompagnée d'une réduction de la durée moyenne des crédits à l'habitat. Depuis 2009, la durée moyenne des crédits nouveaux à l'habitat s'est en effet tassée pour atteindre 17,5 années en 2013 puis 17,3 ans sur les trois premiers trimestres de 2014 (cf. graphique 9).

En conclusion, la distribution du crédit à l'habitat s'est maintenue en France en dépit d'une conjoncture économique dégradée, notamment grâce à une politique monétaire accommodante, qui a permis aux banques d'offrir des taux attractifs aux ménages. Toutefois, l'émergence d'une bulle immobilière est peu probable, d'autant plus que les récentes opérations exceptionnelles de refinancement ciblé (TLTRO), mises

**Graphique 9** Durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat



en place par la BCE, n'intègrent pas le crédit à l'habitat dans le périmètre des objectifs de financement qui doivent être respectés par les banques participantes.

## Annexe

### Données utilisées

Les données utilisées dans cet article concernent les crédits obtenus par les ménages résidant en France. Elles sont principalement issues de quatre sources :

- 1) **L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit** conduite par la Banque de France auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit. Cette enquête qualitative, menée par l'ensemble des banques centrales nationales de l'Eurosystème selon une méthodologie harmonisée, porte principalement sur les critères d'octroi et conditions de crédit, la perception par les établissements prêteurs de l'orientation de la demande des entreprises et des ménages, ainsi que les facteurs susceptibles d'expliquer les évolutions de l'offre et de la demande de crédit.
- 2) **Les statistiques mensuelles de taux d'intérêt et de flux sur les contrats nouveaux**, transmises à la Banque centrale européenne dans le cadre de la contribution française aux statistiques de taux d'intérêt bancaires de l'Eurosystème. Ces données recueillies auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit portent à la fois sur les taux des contrats nouveaux et sur leur montant. Elles sont ventilées entre crédits aux ménages et crédits aux sociétés non financières et, au sein de la catégorie « ménages », entre crédits à la consommation et crédits à l'habitat. À la différence de la centralisation des crédits nouveaux à l'habitat, les prêts aidés (tels que le prêt à taux zéro) sont inclus dans ces statistiques, de même que les renégociations de contrats. Une présentation détaillée de ces statistiques est disponible sur le site internet de la Banque de France. Ces statistiques incluent, notamment, le taux des crédits nouveaux à l'habitat assorti d'une ventilation selon la période de fixation initiale du taux d'intérêt (PFIT). Lorsqu'il s'agit d'un crédit à taux fixe, la PFIT correspond à la durée initiale du crédit. Lorsqu'il s'agit d'un crédit à taux variable, la PFIT est égale à la période qui s'écoulera contractuellement entre l'obtention du crédit et la première révision du taux. Les crédits à l'habitat étant le plus souvent accordés à long terme, ceux de PFIT inférieure ou égale à un an correspondent le plus souvent à des crédits à taux révisable et à des prêts relais.
- 3) **L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit**, effectuée pour calculer les taux de l'usure. Cette enquête recense, ligne par ligne, l'ensemble des prêts accordés au cours du premier mois de chaque trimestre par un échantillon représentatif de guichets bancaires et d'établissements de crédit spécialisés. Le montant, le taux, l'objet et la durée de chaque crédit sont renseignés. Cette collecte permet en particulier d'identifier les prêts relais au sein des crédits nouveaux à l'habitat. Elle fournit également une répartition des crédits nouveaux par durée, contrairement à la collecte mensuelle des taux d'intérêt sur les contrats nouveaux, qui ventile les crédits à l'habitat selon la PFIT.
- 4) **La centralisation des crédits nouveaux à l'habitat**, menée chaque trimestre par la Banque de France auprès d'un panel d'établissements de crédit signataires d'une convention spécifique. Cette enquête recense le total des crédits nouveaux à l'habitat non aidés (prêts du secteur concurrentiel, prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement) accordés par les établissements de crédit participants, étant entendu que le montant total d'un prêt est comptabilisé dès le premier versement. Le crédit est ventilé par objet entre construction ou acquisition d'un logement neuf, acquisition d'un logement ancien, travaux de gros entretien ou d'amélioration. Les données sont collectées par département, puis agrégées au niveau national.

# Évolution des flux de placements financiers des ménages français entre juin 2013 et juin 2014 et incidence sur les groupes de bancassurance

---

**Adeline BACHELLERIE et Guillaume FERRERO**

*Direction générale des Statistiques*

Direction des Statistiques monétaires et financières

**Jean-Baptiste FELLER**

*Secrétariat général*

de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

Direction des Études

*De mi-2013 à mi-2014, le volume global des flux nets de placements financiers des ménages a peu varié mais leur composition a connu quelques évolutions remarquables.*

*Sur cette période, la collecte de l'assurance-vie reprend du dynamisme, après la décollecte de 2012, et la croissance des dépôts bancaires s'essouffle. Après une forte augmentation liée au relèvement des plafonds, les placements sur les produits d'épargne réglementée – livrets A et bleu et livrets de développement durable (LDD) – enregistrent une légère décollecte alors que, bénéficiant d'une rémunération devenue plus attractive du fait de la baisse générale des taux et de l'inflation, le plan d'épargne-logement (PEL) attire des flux de placement fortement accrus. Par ailleurs, la collecte nette reste négative sur les titres de créance et s'améliore sur les autres catégories de titres.*

*Les principaux groupes de bancassurance continuent, sans surprise compte tenu de leur taille, de capter l'essentiel du marché des flux d'épargne des ménages. Leur position s'érode marginalement sur les produits bancaires alors qu'elle se renforce sur l'assurance-vie, notamment sur les supports en euros. Les autres assureurs sont plus dynamiques sur les supports en unités de compte (UC).*

*Une analyse plus fine de ces flux, par type d'entité, permet de relier certaines tendances aux évolutions économiques (contexte de taux bas et de faible inflation) et aux réformes prudentielles (incitant les établissements de crédit à renforcer la part des dépôts dans leurs passifs et les organismes d'assurance à commercialiser des supports en UC) en mettant en évidence leurs différences de positionnement.*

Mots clés : épargne financière, ménages français, placements, assurance-vie, livrets d'épargne, livret A, PEL, titres d'OPC, actions, titres de créance, groupe de bancassurance

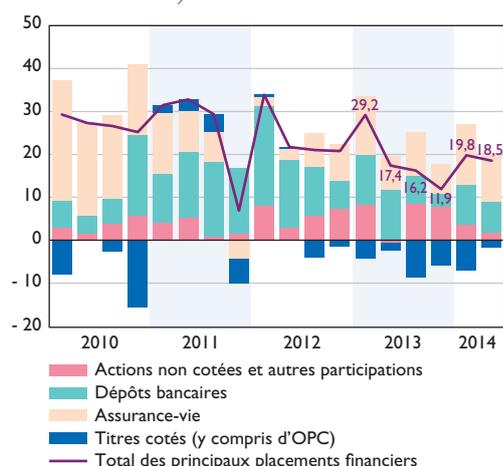
Codes JEL : E21, E22, E31, E41, E50

## I | Reprise partielle des placements financiers des ménages

En 2013, les ménages français ont effectué 74,8 milliards d'euros de placements financiers (cf. tableau 1). Bien que toujours élevé, ce montant s'inscrit en baisse pour la troisième année consécutive. Au cours de la dernière année, la structure des placements a évolué : les ménages ont davantage orienté leurs placements vers les contrats d'assurance-vie au détriment des dépôts bancaires. Ils ont également cédé des titres, notamment des titres d'organismes de placement collectif (OPC).

Graphique 1 Flux nets trimestriels des principaux placements financiers

(cvs, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, comptes financiers.

L'analyse infra-annuelle montre que les flux de placements sont surtout élevés au premier trimestre (cf. graphique 1).

## III Réorientation d'une partie des placements vers les contrats d'assurance-vie

Traditionnellement, les ménages français allouent une part importante de leurs flux de placements à l'assurance-vie, notamment du fait de la rémunération garantie, qui se compare favorablement aux taux servis sur les produits bancaires, de l'absence de risque en capital des contrats en euros et de la fiscalité favorable dont bénéficie ce placement. À fin juin 2014, l'encours total s'élève à 1 565,9 milliards d'euros soit 33,1 % du total du patrimoine financier des ménages<sup>1</sup>. Néanmoins, en 2011 et 2012, l'assurance-vie avait connu une phase de désaffection marquée : les flux nets de placements avaient nettement fléchi, tombant à 20,9 milliards en 2012 contre 85,7 milliards en 2010, avant de se redresser en 2013 (+ 38,3 milliards). La reprise se confirme en 2014 : à fin septembre, le flux de placement a atteint 38,5 milliards. La stabilité du cadre fiscal actuel de l'assurance-vie, confirmée par la loi de finance 2014, a pu lever les craintes des investisseurs liées à un durcissement fiscal. Le taux moyen offert par l'assurance-vie, assez largement déconnecté des taux longs actuels, a par ailleurs exercé un fort effet d'attraction. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) exerce une vigilance particulière sur le niveau des taux de revalorisation servis aux assurés, à la fois dans un

Tableau 1 Principaux placements financiers des ménages résidents en France

(flux nets annuels, en milliards d'euros)

	Dépôts bancaires	Placements non bancaires	Dont contrats d'assurance-vie <sup>a)</sup>	Dont titres cotés (y compris d'OPC)	Dont actions non cotées et autres participations	Total des principaux placements financiers
2010	35,4	73,0	85,7	- 26,5	13,8	108,4
2011	59,8	40,8	26,1	2,9	11,8	100,6
2012	57,0	40,2	20,9	- 4,9	24,2	97,2
2013	33,2	41,6	38,3	- 20,7	24,0	74,8

Champ : Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

a) Les flux d'assurance-vie sont mesurés par les flux de provisions techniques sur l'ensemble des contrats (collectifs et individuels).

Source : Banque de France, comptes financiers.

I Une analyse du patrimoine des ménages est présentée dans l'article intitulé Le patrimoine économique national en 2013 – Deuxième année de stabilité dans ce numéro du Bulletin.

Tableau 2 Flux nets trimestriels de provisions techniques de contrats d'assurance-vie

(cvs, en milliards d'euros)

	2013				2014		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Contrats d'assurance-vie</b>	<b>13,5</b>	<b>7,8</b>	<b>10,0</b>	<b>6,9</b>	<b>14,0</b>	<b>11,3</b>	<b>13,2</b>
Contrats en unités de compte	0,9	1,0	0,8	0,5	1,6	1,8	1,9
Contrats en euros	12,6	6,8	9,2	6,4	12,4	9,5	11,3

Sources : Banque de France, comptes financiers, et FFSA pour l'échéance de septembre 2014.

objectif de contrôle prudentiel et de suivi des pratiques commerciales en assurance-vie<sup>2</sup> (cf. graphique 2).

Bien que minoritaire dans le montant total des contrats souscrits, la part des contrats et supports libellés en unités de compte (UC) dans le flux de production progresse, passant de 9 % durant les trois premiers trimestres de 2013 à 13,7 % à fin septembre 2014. À cette date, le montant total souscrit depuis le début de l'année, net des rachats et autres prestations, atteint déjà 5,3 milliards d'euros après 3,3 milliards sur l'année 2013 (cf. tableau 2). Le lancement des nouveaux fonds

« euro-croissance » et des contrats « vie-génération »<sup>3</sup> au deuxième semestre 2014 pourrait contribuer à ce mouvement.

Toutefois, la remontée des flux de placements en contrats d'assurance-vie ne compense pas la diminution des placements sous forme de dépôts bancaires.

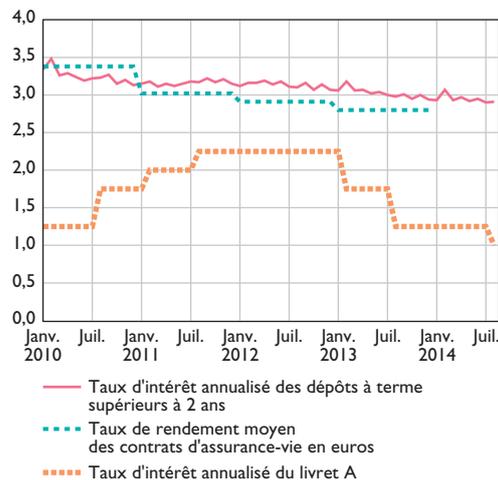
## I | 2 Recul du poids relatif des dépôts bancaires

La réallocation des placements des ménages en faveur des dépôts bancaires (les placements bancaires représentent 26,5 % du patrimoine financier des ménages au deuxième trimestre 2014), observée en 2011 et 2012, a ralenti en 2013 : les flux nets de dépôts bancaires sont revenus à 33,2 milliards après 57 milliards en 2012 et 59,8 milliards en 2011 (cf. tableau 1).

Les placements sur les produits d'épargne réglementée – livrets A et bleu et livrets de développement durable (LDD) – et sur les livrets ordinaires soumis à l'impôt expliquent la quasi-totalité des flux de placements réalisés sur les livrets d'épargne (cf. graphique 3). Jusqu'en septembre 2012, les flux ont été très dynamiques sur ces deux catégories de livrets. Les deux relèvements de plafond successifs du Livret A et du LDD (respectivement de 15 300 euros à 19 125 euros en octobre 2012, puis à 22 950 euros en janvier 2013 et de 6 000 à 12 000 euros en octobre 2012) ont dopé la collecte de ces livrets aux dépens des livrets ordinaires et des dépôts à vue, entre le quatrième trimestre 2012

Graphique 2 Évolution des taux mensuels de rémunération

(en %)

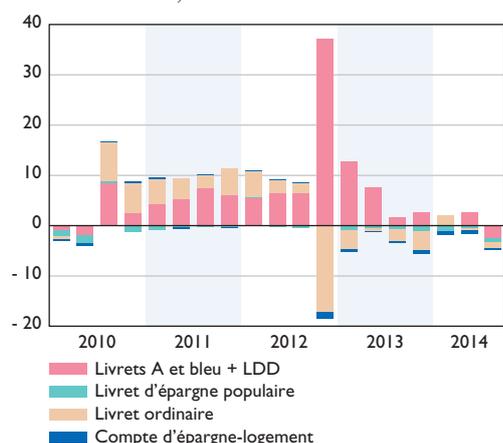


Source : Banque de France, statistiques monétaires.

- 2 Cf. notamment Étude sur les taux de revalorisation des contrats individuels d'assurance-vie au titre de 2013 et Étude sur les taux de revalorisation des contrats collectifs d'assurance-vie et PERP au titre de 2013 disponibles sur le site de l'ACPR, [http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/analyses-syntheses/201405-Etude-taux-revalorisation-contrats-individuels-assurance-vie-titre-2013-2.pdf](http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/analyses-syntheses/201405-Etude-taux-revalorisation-contrats-individuels-assurance-vie-titre-2013-2.pdf) et [http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/analyses-syntheses/201405-Etude-taux-revalorisation-contrats-collectifs-assurance-vie-et-PERP-titre-2013.pdf](http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/analyses-syntheses/201405-Etude-taux-revalorisation-contrats-collectifs-assurance-vie-et-PERP-titre-2013.pdf)
- 3 S'inspirant largement des fonds en euros diversifiés qui n'étaient pas directement commercialisés auprès des souscripteurs individuels, les fonds « euro-croissance » offrent à l'assuré une garantie du capital, dans une proportion laissée à son choix, à un terme minimal de huit ans. Grâce à cette garantie à terme et non plus à tout moment comme sur les fonds euros traditionnels, les assureurs peuvent investir davantage dans des supports en actions et espérer offrir en moyenne à l'assuré une rémunération supérieure à celle des fonds en euros alors même que la garantie à terme limite les risques pris par l'assuré. Ce contrat se situe donc à mi-chemin entre les supports en euros et en UC. La commercialisation de tels contrats impose toutefois à l'assureur de disposer d'outils de gestion comptable complexes et de remplir des obligations particulières de conseil envers l'assuré. Dans le cadre du contrat « vie-génération », l'assuré bénéficie d'un régime fiscal plus favorable lors de la transmission de son patrimoine que pour un autre type de contrat. En contrepartie, il accepte que cet actif soit affecté en partie au financement des entreprises (notamment via des fonds communs de placements à risque), de l'économie solidaire, ou du logement social et intermédiaire.

**Graphique 3 Flux nets trimestriels en livrets d'épargne**

(cvs, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, statistiques monétaires.

et le deuxième trimestre 2013. Depuis, les flux alimentant ces deux catégories de livrets se sont nettement modérés. Les rendements des livrets ordinaires ont connu la même évolution de baisse des taux nominaux que ceux des livrets d'épargne réglementée (cf. graphique 2).

En revanche, la rémunération non fiscalisée du plan d'épargne-logement (PEL) est restée fixée à 2,5 %<sup>4</sup>, prime d'État non comprise, soit nettement au-dessus de celle du livret A et quasiment au niveau du rendement des contrats d'assurance-vie en euros. Le taux du PEL est ainsi devenu fortement déconnecté des taux longs de marché comme du taux de l'inflation.

Cet avantage relatif accru de la rémunération du PEL, dans un contexte général de baisse des taux, n'a pas échappé aux ménages, notamment les ménages aisés, dont le flux de placement sur ce produit s'est élevé à + 9,5 milliards en 2013, après + 1,6 milliard en 2012 (cf. tableau 3). Cette tendance se poursuit depuis le premier semestre de 2014, avec + 12,3 milliards de flux corrigés des variations saisonnières (cvs) collectés entre janvier et septembre 2014. En revanche, le compte d'épargne-logement (CEL) dont la rémunération est fixée à deux tiers du taux du livret A est en décollecte depuis la fin 2012.

Dans son rapport remis chaque année au ministre des Finances et des Comptes publics, au président du Sénat et au président de l'Assemblée nationale, l'Observatoire de l'épargne réglementée présidé par le gouverneur de la Banque de France décrit l'évolution de l'épargne réglementée et de sa détention ainsi que l'emploi des fonds collectés<sup>5</sup>.

### 1 | 3 La détention directe de titres reste faible

Les flux de placements des ménages sous forme d'achats directs de titres cotés, y compris les titres d'OPC, demeurent faibles et souvent changeants (le portefeuille de titres représente 10,6 % du patrimoine financier des ménages à mi-2014). Depuis le début de l'année 2014, les ménages ont globalement cédé des titres à hauteur de 8,8 milliards : ils ont accru

**Tableau 3 Flux nets trimestriels en dépôts bancaires**

(cvs, en milliards d'euros)

	2013				2014		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Total des dépôts bancaires</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>4,7</b>	<b>1,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,6</b>	<b>1,8</b>
<b>Dépôts à vue</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>2,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,4</b>
<b>Livrets d'épargne</b>	<b>9,7</b>	<b>7,4</b>	<b>- 2,7</b>	<b>- 3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>- 6,5</b>
Dont : Livret A (+ Bleu) ; Livret développement durable	12,8	7,6	1,6	2,6	- 0,1	2,6	- 2,5
Livret ordinaire	- 3,7	- 0,5	- 2,4	- 3,9	2,0	- 0,3	- 1,3
<b>Dépôts à terme</b>	<b>- 3,9</b>	<b>- 0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
Dont : Plan d'épargne-logement (PEL)	1,3	2,1	3,0	3,1	4,3	3,2	4,8
Comptes à terme	- 4,9	- 2,4	- 0,1	0,0	- 4,0	0,3	- 1,6

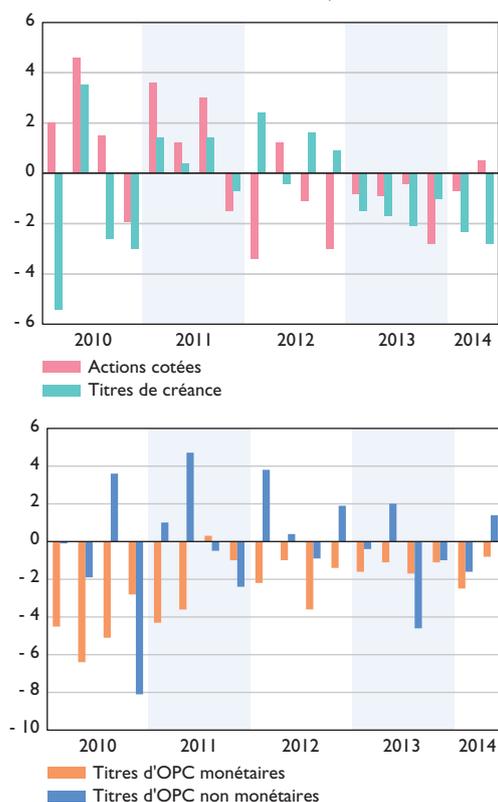
Source : Banque de France, comptes financiers et statistiques monétaires.

4 Cette rémunération est garantie dès lors que l'épargnant a conservé son contrat pendant deux ans. Il peut alors fermer son PEL en conservant la rémunération qui y est associée mais en perdant le droit au prêt immobilier et à la prime d'État.

5 Le rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementée (OER) est disponible sur le site de la Banque de France. Il comprend de nombreuses informations sur l'épargne réglementée auxquelles le lecteur est invité à se référer ([https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/OER2013\\_INTERNET.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/OER2013_INTERNET.pdf)).

### Graphiques 4 Souscriptions/rachats nets de titres y compris d'OPC

(flux trimestriels cvs, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, comptes financiers.

leurs cessions nettes de titres de créance mais ont réduit celles d'actions cotées (cf. graphiques 4). Ils ont également procédé à des rachats nets de titres d'OPC monétaires et non monétaires (y compris d'OPC immobiliers). Au deuxième trimestre 2014, leurs flux de placements en actions cotées et en titres d'OPC non monétaires redeviennent cependant positifs avec respectivement + 0,5 milliard et + 1,4 milliard.

## 2| Stabilisation des parts de marché des groupes de bancassurance

### 2|1 Les positions des groupes de bancassurance se renforcent sur l'assurance-vie et s'érodent légèrement sur l'épargne bancaire

Les six principaux groupes de bancassurance français<sup>6</sup> concentrent une très forte proportion de la gestion du patrimoine financier des ménages. Ils rassemblaient ainsi, au 31 décembre 2013, 58,8 % des provisions mathématiques d'assurance-vie et 96,0 % des encours de placements bancaires (cf. tableaux 4 et 5), et, au 30 juin 2014, 53,7 % de l'encours des titres d'OPC émis en France.

Tableau 4 Provisions des supports rachetables d'assurance-vie

(en milliards d'euros)

	Données au 31 décembre 2013
Six principaux groupes de bancassurance	774,9
Autres établissements et organismes	542,3

Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).

### Les groupes de bancassurance canalisent une part majoritaire des flux nets d'assurance-vie

Depuis 2012, les six principaux groupes de bancassurance renforcent leur position dans le secteur de l'assurance-vie<sup>7</sup>. Du 1<sup>er</sup> juillet 2013 au 30 juin 2014, ils attirent 63,6 % des flux nets<sup>8</sup> sur les contrats rachetables, soit 8,9 milliards d'euros

Tableau 5 Encours des produits bancaires

(en milliards d'euros)

	2013		2014
	30 juin	31 décembre	30 juin
Six principaux groupes de bancassurance	1 133,6	1 142,8	1 151,9
Autres établissements et organismes	47,4	48,0	49,4

Source : État Client\_Re (ACPR).

<sup>6</sup> Il s'agit des six groupes BNP Paribas, BPCE, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale ainsi que de CNP Assurances qui a des liens capitalistiques et commerciaux avec BPCE et La Banque Postale.

<sup>7</sup> Pour une présentation de l'ensemble du marché de l'assurance-vie en France, le lecteur pourra se référer au rapport de l'ACPR sur les chiffres du marché français de l'assurance en 2013 (<https://acpr.banque-france.fr/publications/rapports-annuels/chiffres-du-marche-francais-de-la-banque-et-de-l-assurance.html>).

<sup>8</sup> Dans le cadre de la collecte hebdomadaire ACPR sur les flux d'assurance-vie, seules les primes, les prestations et les arbitrages entre supports sont enregistrés, la revalorisation des fonds (capitalisation pour les supports en euros ou fluctuations de marché pour les supports en UC) n'est pas prise en compte.

Tableau 6 Collecte nette sur les supports rachetables d'assurance-vie

(en milliards d'euros)

	2013		2014		Cumul de juillet 2013 à juin 2014
	3 <sup>e</sup> trimestre	4 <sup>e</sup> trimestre	1 <sup>er</sup> trimestre	2 <sup>e</sup> trimestre	
Six principaux groupes de bancassurance	1,2	0,3	4,8	2,6	8,9
Autres établissements et organismes	1,5	1,0	1,5	1,1	5,1

Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).

(cf. tableau 6). Ce dynamisme s'explique notamment par leur forte collecte au cours du premier semestre 2014, se traduisant par un excédent de 7,4 milliards par rapport aux prestations versées. En revanche, au cours du second semestre 2013, leur collecte a été légèrement inférieure à celle des autres organismes : 1,5 milliard contre 2,6 milliards.

Rapportés aux encours, les flux nets observés de juillet 2013 à juin 2014 restent modestes. Ils représentent en moyenne 1,1 % des encours pour les six groupes de bancassurance et 0,9 % pour les autres groupes. Pour mémoire, lors de la phase aiguë de décollecte survenue entre juillet 2011 et juin 2012, les flux nets négatifs avaient représenté respectivement 0,8 et 1,5 % des encours en moyenne.

### Malgré une collecte moins dynamique que celle des autres acteurs, les groupes de bancassurance maintiennent leur position dominante dans l'épargne bancaire

Compte tenu de leur poids relatif, les six groupes de bancassurance déterminent les grandes tendances du marché (cf. partie 1). Leurs encours bancaires ont progressé de 18,4 milliards de juillet 2013 à juin 2014 (cf. tableau 7).

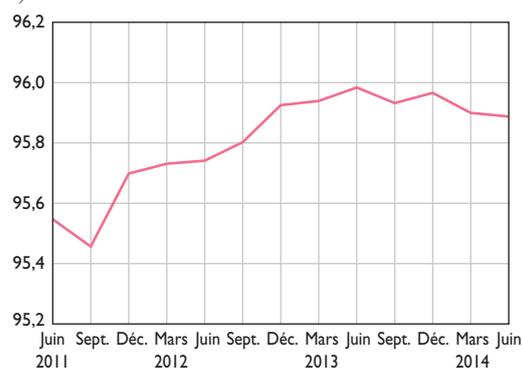
La progression des encours des autres établissements est moins régulière. Toutefois, leur rythme de

croissance est plus de deux fois et demie supérieur à celui des six groupes de bancassurance. Avec une progression de 2,0 milliards sur la période étudiée, l'encours de ces établissements a augmenté de 4,2 %, contre seulement 1,6 % pour les groupes de bancassurance.

Au cours des trois dernières années, la part des groupes de bancassurance dans les dépôts bancaires des ménages s'est renforcée et maintenue à un niveau très élevé, de l'ordre de 96 % (cf. graphique 5).

Graphique 5 Part des six groupes de bancassurance dans les encours des ménages résidents

(en %)



Source : État Client\_Re (ACPR).

Tableau 7 Évolution de l'encours des produits bancaires

(en milliards d'euros)

	2013		2014		Cumul de juillet 2013 à juin 2014
	3 <sup>e</sup> trimestre	4 <sup>e</sup> trimestre	1 <sup>er</sup> trimestre	2 <sup>e</sup> trimestre	
Six principaux groupes de bancassurance	2,4	6,9	2,5	6,7	18,4
Autres établissements et organismes	0,7	- 0,1	0,9	0,4	2,0

Source : État Client\_Re (ACPR).

### L'encours de titres d'OPC détenus par les ménages résidents et géré par les groupes de bancassurance augmente en dépit de la décollecte

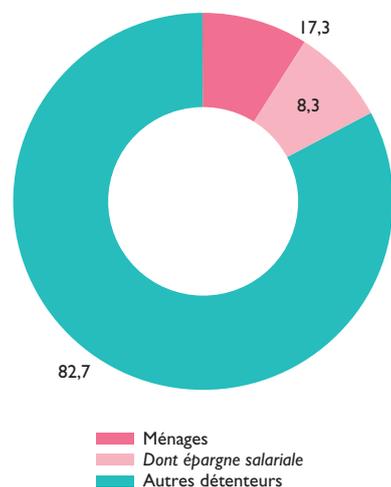
La part de l'encours total de titres d'OPC émis en France détenue par les ménages baisse légèrement sur un an à 17,3 % (- 0,4 point, cf. graphiques 6 et 7 et tableau 8). L'encours détenu par les ménages hors épargne salariale (117,9 milliards) croît grâce aux

effets de valorisation (+ 11,0 milliards, soit + 9,1 %) alors que les souscriptions nettes sont négatives (- 14,2 milliards, soit - 11,7 %). Les encours d'épargne salariale (107,7 milliards) bénéficient d'effets de valorisation plus forts (+ 13,7 milliards) et subissent une décollecte nette moindre, à hauteur de - 1,6 milliard.

Les six groupes de bancassurance gèrent 55,5 % des encours d'OPC détenus par les ménages à fin juin 2014 (soit 65,5 milliards, FCPE exclus), *via* leurs

**Graphique 6** Détention de titres d'OPC par les ménages

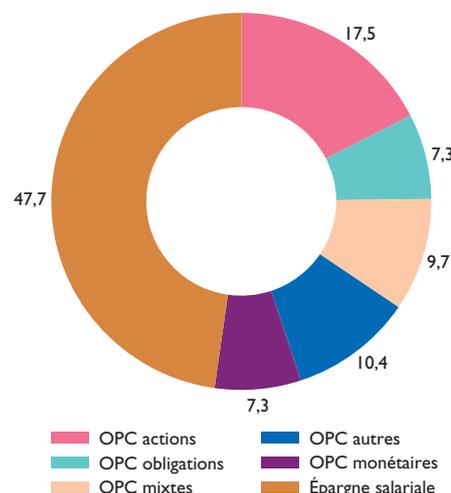
(en %)



Note : Encours total d'OPC, juin 2014 : 1 305,5 milliards d'euros.  
Source : Banque de France, données des organismes.

**Graphique 7** Épargne des ménages par catégorie d'OPC

(en %)



Note : Encours détenu par les ménages, juin 2014 : 225,6 milliards d'euros.  
Source : Banque de France, données des organismes.

**Tableau 8** Encours et flux de placement en titres d'OPC auprès des ménages et gérés par des groupes de bancassurance

(en milliards d'euros, variation en %)

	Encours		Collecte nette		Valorisation	
	Juin 2013	Juin 2014	Montant	Variation	Montant	Variation
<b>Total OPC</b>	<b>1 228,9</b>	<b>1 305,5</b>	<b>- 23,4</b>	<b>- 1,9</b>	<b>+ 100,2</b>	<b>+ 8,2</b>
<b>Dont OPC détenus par les ménages :</b>	<b>217,0</b>	<b>225,6</b>	<b>- 15,8</b>	<b>- 7,3</b>	<b>+ 24,6</b>	<b>+ 11,3</b>
Autres qu'épargne salariale :	121,4	117,9	- 14,2	- 11,7	+ 11,0	+ 9,1
Non monétaires						
Gérés par les groupes de bancassurance	58,7	58,4	- 2,8	- 4,7	+ 3,3	+ 5,7
Non gérés par les groupes de bancassurances	41,8	43,0	- 7,0	- 16,8	+ 7,6	+ 18,1
Monétaires						
Gérés par les groupes de bancassurance	8,7	7,1	- 1,5	- 17,9	+ 0,0	+ 0,1
Non gérés par les groupes de bancassurances	12,2	9,4	- 2,9	- 23,7	+ 0,1	+ 0,4
Épargne salariale (FCPE)	95,6	107,7	- 1,6	- 1,6	+ 13,7	+ 14,3

Note : La variation d'encours entre juin 2013 et juin 2014 s'explique complètement par la collecte nette, les effets « valorisation » et les reclassifications (non représentées dans le tableau).

Population : OPC résidents, hors fonds immobiliers (OPCI et SCPI).

Source : Banque de France, données des organismes.

ENCADRÉ

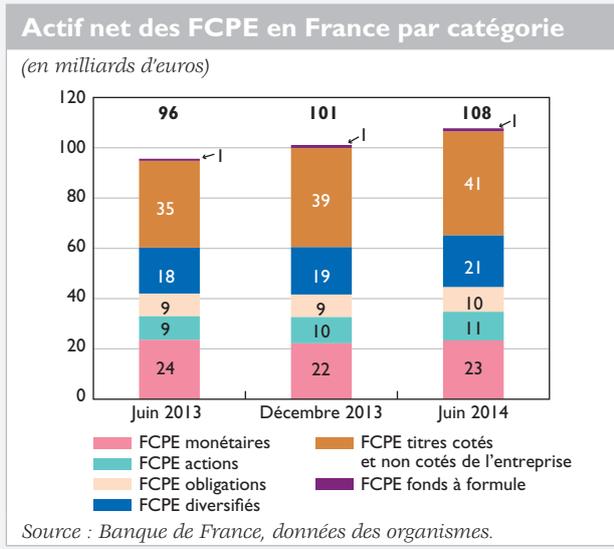
**Le dynamisme des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)**

Les fonds communs de placement d'entreprise sont réservés aux salariés d'une entreprise. Ils sont rattachés à la catégorie des OPC non monétaires (sous-catégorie des fonds « autres »), quelle que soit leur stratégie d'investissement. L'information sur leur orientation de placement permet de les classer en six sous-catégories : FCPE monétaires, FCPE actions, FCPE obligations, FCPE diversifiés, FCPE en titres cotés ou non cotés de l'entreprise, FCPE fonds à formule. On y rajoute les SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS).

À fin juin 2014, l'encours détenu par les salariés sur les FCPE s'élève à 107,7 milliards d'euros, en hausse de 12,7 % par rapport à fin juin 2013.

L'encours moyen par fonds tend à augmenter, passant de 45 millions d'euros fin juin 2013, à 53 millions fin 2014 alors que le nombre de fonds diminue, revenant de 2 100 fonds à fin juin 2013 à 2 023 fonds fin juin 2014.

La répartition des FCPE en sous-catégories fait apparaître une nette augmentation de la part des FCPE en titres cotés et non cotés de l'entreprise (cf. graphique ci-contre).



filiales sociétés de gestion. Ces encours se répartissent entre 58,4 milliards pour les OPC non monétaires et 7,1 milliards pour les OPC monétaires.

Le mouvement de décollecte nette observé entre juillet 2013 et juin 2014 touche tous les groupes de bancassurance et concerne tant les OPC monétaires que non monétaires.

**2 | 2 Les groupes de bancassurance collectent davantage sur les supports en euros, les autres organismes sur les supports en UC**

Les six groupes de bancassurance enregistrent une collecte nette positive sur les supports en euros et une collecte nette très faible sur les supports en UC. En revanche, les autres organismes réalisent une collecte nettement positive sur les supports en UC et une collecte nette plus faible sur les supports en euros (cf. graphiques 8).

La collecte nette en UC des organismes qui ne dépendent pas de groupes de bancassurance est le segment le plus dynamique du marché. En valeur annualisée, elle se maintient en moyenne au-dessus de 3 % de l'encours des provisions. En revanche, leur collecte nette sur les supports en euros est marginale par rapport aux provisions mathématiques déjà constituées.

Le rythme moyen de la collecte nette des groupes de bancassurance sur la période est proche de 1 % des encours, tant sur les supports en euros que sur les supports en UC (cf. graphique 9).

Cette asymétrie entre les deux segments du marché fait écho à deux incitations divergentes auxquelles sont soumis les organismes d'assurance.

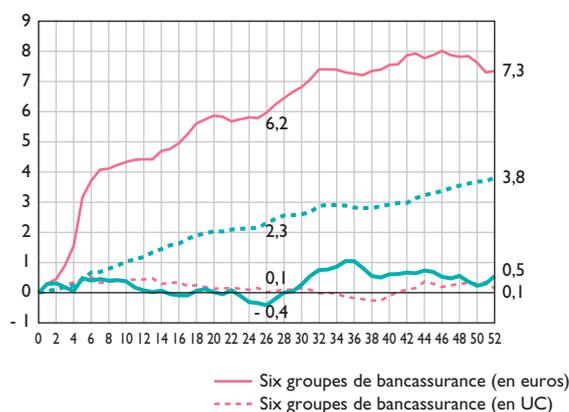
- Les supports en euros demeurent des produits essentiels sur le marché de l'assurance-vie. Leurs provisions mathématiques représentent ainsi 82,8 % de celles de l'échantillon de la collecte hebdomadaire (et environ 84 % du marché de l'assurance-vie)<sup>9</sup>. Les organismes qui entendent proposer à leurs

9 Cf. « Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance en 2013 » (<https://acpr.banque-france.fr/publications/rapports-annuels/chiffres-du-marche-francais-de-la-banque-et-de-l-assurance.html>).

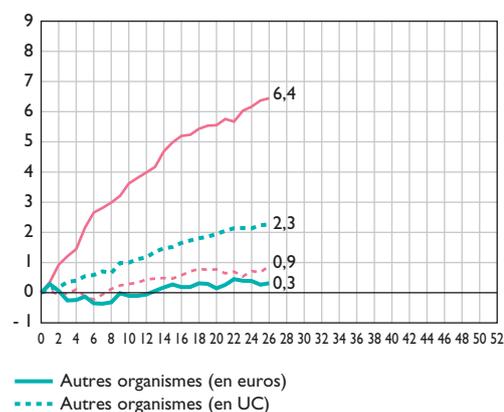
### Graphiques 8 Comparaison de la collecte des six principaux groupes de bancassurance et des autres organismes sur les supports rachetables en euros et en UC

(en milliards d'euros)

2013



Premier semestre 2014



Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).

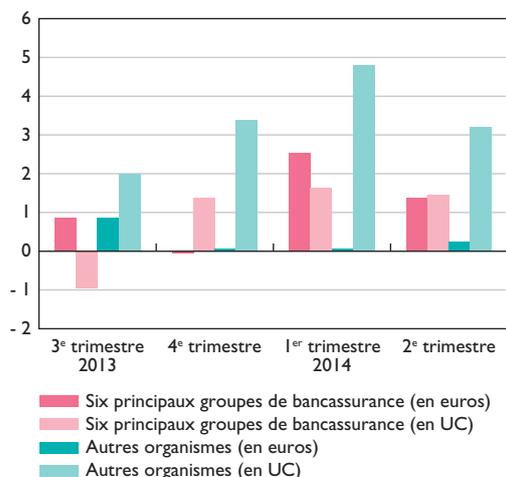
clients une offre complète de produits d'épargne sont nécessairement conduits à les commercialiser. La garantie du capital investi contribue à la très large diffusion de ce support d'épargne en France. Toutefois, elle fait peser un risque financier sur l'organisme qui commercialise le contrat que les contraintes qui s'imposent à la gestion actif-passif ne permettent

pas d'éliminer totalement. Tant sous le régime de Solvabilité I que sous Solvabilité II, il en résulte donc une exigence en fonds propres *a priori* plus forte que pour les contrats en UC dépourvus de garanties complexes. En outre, en imposant le remplacement des flux dans des titres obligataires à taux historiquement bas, elle fait peser un risque sur la rentabilité future des organismes.

### Graphique 9 Flux annualisés sur les supports rachetables d'assurance

(En proportion des provisions mathématiques au 31 décembre 2013)

(en %)



Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).

- Au contraire, le risque de marché des contrats en UC est essentiellement supporté par l'assuré. De ce fait, le capital que l'organisme d'assurance doit détenir face aux engagements en UC est *a priori* moindre que pour ceux en euros<sup>10</sup>. Cette situation peut inciter les organismes d'assurance à commercialiser en priorité ce type de contrats pour lesquels ils peuvent mettre en avant de meilleures perspectives de rendement en cas de bonne performance des marchés financiers.

Deux hypothèses peuvent expliquer cette spécialisation sur les contrats en UC des organismes ne relevant pas de la bancassurance : un choix stratégique de privilégier les produits moins consommateurs en capital ; une moindre aversion au risque de leur clientèle.

Dans tous les cas, la commercialisation de tels produits d'épargne ne relève pas seulement des choix commerciaux et stratégiques des établissements et organismes. Elle doit tenir compte du devoir de conseil

<sup>10</sup> Dans le cadre de Solvabilité I, le traitement favorable des UC est explicité à l'article R334-13 du Code des assurances. Dans le cadre de Solvabilité II, les exigences en capitaux sont établies en fonction des risques auxquels sont exposés les organismes, ce qui se traduit également par un traitement favorable des UC.

aux clients, assurés et adhérents, notamment lorsque les produits commercialisés comportent un risque de perte en capital<sup>11</sup>.

## 2|3 Des performances contrastées des groupes de bancassurance et des autres établissements pour la collecte d'épargne réglementée

L'accroissement de l'épargne-logement observé depuis juillet 2013 (hausse de 4,9 % des encours des CEL et PEL pour l'ensemble du marché, cf. partie 1) s'explique par la seule progression de 11,1 milliards d'euros des encours des groupes de bancassurance (cf. graphique 10).

L'augmentation de la part de marché des établissements ne dépendant pas des six groupes de bancassurance vient essentiellement des comptes ordinaires créditeurs, qui constituent la plus grosse part des dépôts à vue (cf. partie 1). L'encours des comptes ordinaires créditeurs de ces établissements s'est accru de 15,8 % en un an (soit 2,3 milliards) contre 4,8 % pour celui des groupes de bancassurance.

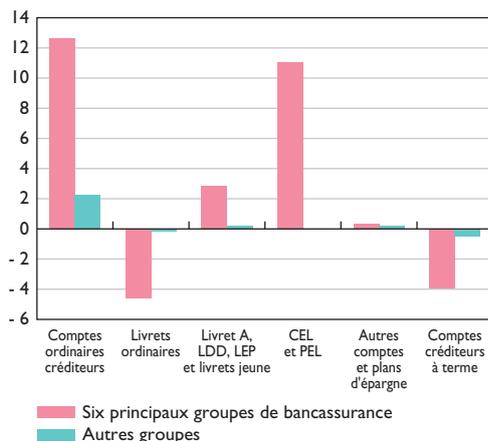
En revanche, ces établissements ont connu une légère décollecte sur les produits d'épargne-logement et la variation positive de 17,2 % de leurs encours sur les autres comptes et plans d'épargne ne représente que des mouvements marginaux (moins de 0,2 milliard, cf. graphique 11).

À l'échelle de l'ensemble du marché, la faiblesse des taux servis sur les livrets d'épargne réglementée et sur les livrets ordinaires semble expliquer le report des épargnants vers l'épargne-logement. Néanmoins, ce mouvement d'ensemble ne se retrouve pas chez tous les établissements de crédit. Des effets de structure peuvent en effet expliquer ces différences.

La structure des dépôts des ménages auprès des bancassureurs est ainsi très différente de celle des dépôts auprès des autres établissements. Ainsi, les livrets ordinaires représentent 46,4 % des dépôts des ménages auprès des autres établissements, une proportion nettement supérieure à celle des six groupes de bancassurance, qui s'établit à 11,7 % (moyenne du marché : 13,1 %). En revanche, leurs encours en termes d'épargne réglementée sont minimes. Les livrets réglementés et l'épargne-logement constituent plus de la moitié des encours déposés auprès des six groupes

**Graphique 10** Variation des encours des produits bancaires (juillet 2013 – juin 2014)

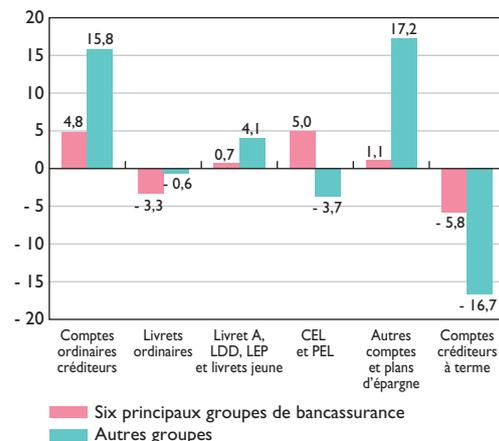
(en milliards d'euros)



Source : État Client\_Re (ACPR).

**Graphique 11** Taux de variation des encours des produits bancaires (juillet 2013 – juin 2014)

(en %)



Source : État Client\_Re (ACPR).

<sup>11</sup> Dans le cadre de son activité de contrôle des pratiques commerciales, l'ACPR a ainsi publié depuis sa création en 2010 plusieurs recommandations portant sur la commercialisation de supports en UC comportant des risques particuliers (recommandation 2010-R-01 – [http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/registre-officiel/20140708-Recommandation-2014-R-01-de-l-ACPR.pdf](http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/registre-officiel/20140708-Recommandation-2014-R-01-de-l-ACPR.pdf), recommandation 2011-R-02 – [http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/registre-officiel/Recommandation-2011-R-02-de-l-ACPR.pdf](http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/registre-officiel/Recommandation-2011-R-02-de-l-ACPR.pdf) et recommandation 2011-R-03 – [http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/registre-officiel/Recommandation-2011-R-03-de-l-ACPR.pdf](http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/registre-officiel/Recommandation-2011-R-03-de-l-ACPR.pdf)).

de bancassurance mais seulement 12,6 % des encours des autres établissements (cf. graphique 12). Ces différences de structure des ressources s'expliquent en grande partie par le profil des clientèles.

Alors que les six groupes de bancassurance disposent d'une clientèle diversifiée dans leurs réseaux généralistes, les autres établissements ont souvent des profils de clientèle plus atypiques. Y sont notamment surreprésentés les établissements spécialisés dans l'accueil d'une clientèle aisée (« banque privée ») ou dans la banque en ligne (par exemple les succursales de groupes européens et « captives »<sup>12</sup> automobiles). L'offre de tels établissements diffère de celle des grands réseaux et accorde plus de place à l'épargne contractuelle (par exemple dans le cadre de taux négociés sur un livret). L'offre de dépôts à vue des banques en ligne s'est d'ailleurs structurée récemment (multitude de mouvements, possibilité de découverts,

gestion des moyens de paiement associée, etc.), tout en tenant compte des exigences de vigilance spécifiques qu'appelle ce produit notamment face à la réglementation de lutte contre le blanchiment.

### 3 | Évolutions individuelles et dynamiques d'ensemble

La comparaison entre les six principaux groupes de bancassurance et les autres institutions, effectuée dans les publications conjointes de la Banque de France et de l'ACPR depuis 2012, permet de constater l'existence d'évolutions contrastées mais également, de manière plus exceptionnelle, de mouvements concomitants qui peuvent concerner tous les marchés. Au-delà de cette structuration fondamentale du marché français, d'autres différences peuvent être identifiées. Elles témoignent de la diversité des acteurs du secteur financier et de leur capacité d'adaptation aux évolutions de la réglementation prudentielle.

#### 3 | I La réglementation prudentielle tend à accroître le poids des dépôts dans les passifs bancaires

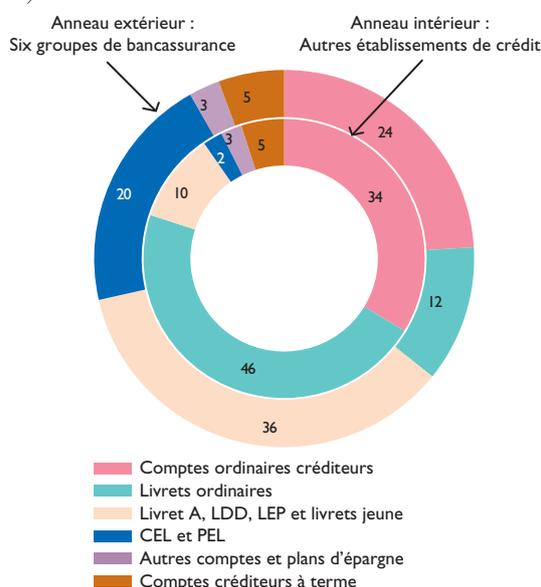
Les dépôts représentent une proportion variable des passifs en fonction du modèle d'activité des groupes bancaires mais partout cette proportion tend à s'accroître.

Les établissements de crédit se financent principalement soit en recevant des dépôts de leur clientèle, soit en empruntant sur le marché interbancaire (emprunts en blanc ou sous forme de pensions livrées) ou sous forme de titres à court terme (certificats de dépôts) ou à moyen et long terme (marché obligataire).

Les groupes bancaires systémiques<sup>13</sup> sont des banques universelles ayant, pour la plupart d'entre elles,

**Graphique 12 Composition des encours des établissements de crédit**  
(Au 30 juin 2014)

(en %)



Source : État Client\_Re (ACPR).

<sup>12</sup> Le terme « captive » désigne les établissements de crédit qui sont des filiales de groupes industriels, commerciaux ou de groupes d'assurance.

<sup>13</sup> Les quatre groupes bancaires français désignés comme étant d'importance systémique mondiale (G-SIBs dans la terminologie anglaise du Comité de Bâle ou EIS<sup>m</sup>, abréviation utilisée en Français par le droit de l'Union européenne) sont : BNP Paribas, BPCE, Crédit Agricole et Société Générale.

Outre ces quatre groupes, six autres ont été identifiés comme « importants » (significants) au sens du Règlement (UE) n° 1024/2013 qui a instauré le mécanisme de surveillance unique (MSU). Depuis le 4 novembre 2014, ils sont directement soumis à la supervision de la BCE. Il s'agit des groupes Bpifrance, Crédit Mutuel, HSBC France, La Banque Postale, et Société de Financement Local ainsi que de la Caisse de Refinancement de l'Habitat. Cette dernière n'a pas été incluse dans ce graphique en raison de ses spécificités.

Les cinq principales captives correspondent aux groupes Banque Accord (Auchan), Carrefour Banque, Banque PSA Finance (Peugeot), Groupama Banque et RCI Banque (Renault). Dans leur ensemble, ces trois catégories représentent plus de 97 % des dépôts bancaires des ménages résidents.

d'importantes activités à l'étranger. Les dépôts de leurs clients représentent une importante proportion de leurs passifs (37,0 % en juin 2013 et 38,7 % en juin 2014, cf. graphique 13). Un tiers de ces dépôts sont détenus en France par des ménages résidents. Les autres dépôts appartiennent à des entreprises (françaises ou étrangères) ou ménages étrangers. Leur importance est à mettre en relation avec la forte internationalisation de ces groupes.

Les autres groupes français « importants » au sens du Règlement MSU sont des groupes plus faiblement internationalisés et réalisant moins d'activités de marché. Aussi les dépôts représentent-ils la majeure partie de leurs passifs (50,7 % en juin 2014), malgré la présence parmi ces groupes de deux institutions ne collectant que très peu de dépôts (Bpifrance et la Société de Financement Local). En outre, les dépôts des ménages résidents en France représentent les deux tiers de leurs dépôts, soulignant l'importance de l'activité de détail en France dans leur bilan.

Les cinq captives de l'échantillon témoignent de l'existence d'un autre modèle d'activité. Les établissements de crédit de ces groupes non bancaires sont, pour la plupart d'entre eux, spécialisés dans l'octroi de crédits aux particuliers et se financent généralement sur les marchés. Toutefois, ces établissements augmentent actuellement significativement la part

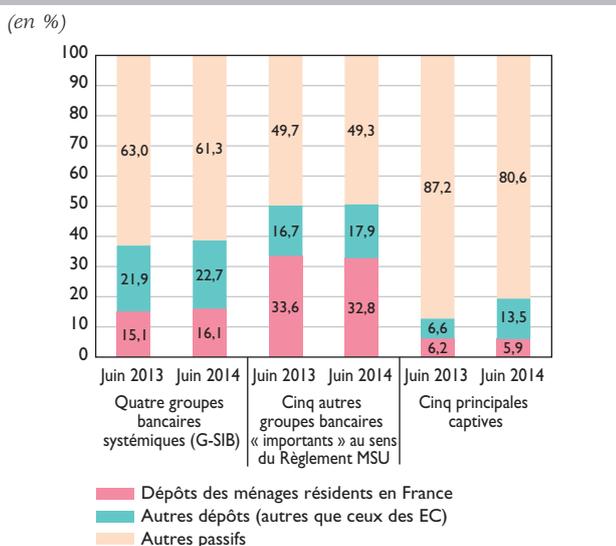
des dépôts dans leur financement, notamment afin de s'adapter aux nouvelles règles prudentielles. Les dépôts ne représentaient que 12,8 % de leurs passifs en juin 2013, dont 6,2 % pour les ménages résidents en France. En juin 2014, la proportion des dépôts s'élevait à 19,4 %. Les dépôts des ménages résidents ont toutefois connu un léger tassement et sont redescendus à 5,9 %.

### Inciées par l'innovation technologique et la réglementation prudentielle, les captives et les banques en ligne cherchent à développer la collecte de dépôts

Au cours de la décennie 2000, le développement d'internet puis des accès mobiles ont favorisé l'émergence du modèle commercial de la banque en ligne. Aux côtés de filiales de groupes bancaires classiques, de nombreuses banques « captives » ont développé une offre de produits d'épargne, bien souvent partiellement ou totalement sous la forme d'une banque en ligne.

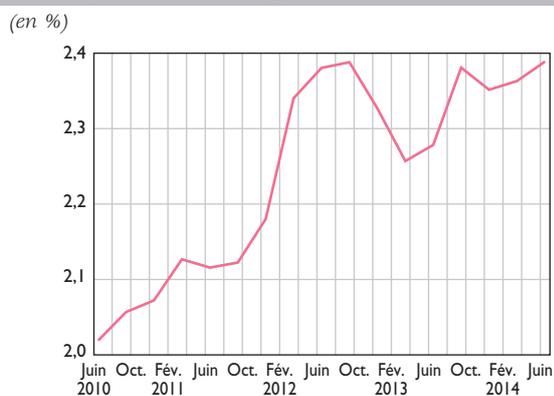
De juin 2010 à septembre 2012, les encours de dépôt des captives et des banques en ligne n'ont cessé de progresser en valeur absolue. Leur part dans l'ensemble des dépôts des ménages reste toutefois encore limitée : de 2,0 % en juin 2010, elle est passée à 2,4 % en septembre 2012. Après une baisse au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013, synchrone avec la hausse des plafonds de l'épargne réglementée, la part de marché de ces organismes s'est stabilisée autour de 2,4 % (cf. graphique 14).

**Graphique 13 Composition du passif de trois catégories d'établissements de crédit**  
(Chiffres consolidés au 30 juin 2013 et au 30 juin 2014)



Source : Croisement des états FINREP et Client\_Re (ACPR).

**Graphique 14 Part des captives et des banques en ligne dans le total des dépôts des ménages sur le marché français**



Source : État Client\_Re (ACPR).

Une étude plus fine, établissement par établissement, témoigne de l'existence de plusieurs phases. Au cours de la fin des années 2000 et jusqu'au début de l'année 2012, ce sont essentiellement des filiales de groupes bancaires français et étrangers ainsi que des « assurbanques » qui collectent de nouveaux flux d'épargne. Ces acteurs sont progressivement rejoints, à partir de 2012, par d'autres acteurs, notamment les captives de groupes industriels. Cette évolution en plusieurs phases s'accorde bien avec les deux explications majeures du développement de ce modèle d'activité.

Tout d'abord l'essor des technologies de l'internet et des pratiques de consommation à distance ont permis de mettre en place des plates-formes bancaires en ligne opérationnellement robustes et de faire émerger un vivier de clients potentiels dès le milieu des années 2000. Par ailleurs, l'évolution de la réglementation prudentielle incite désormais tous les établissements de crédit à détenir davantage de dépôts de leur clientèle. Dans cette perspective, le modèle commercial de la banque en ligne est utilisé par certaines captives pour faire évoluer la structure de leur passif.

### Les accords de Bâle III incitent fortement les établissements de crédit à renforcer leurs dépôts

Jusqu'à l'entrée en vigueur des accords de Bâle III, aucune règle internationale n'harmonisait le contrôle prudentiel des risques de liquidité. En France, les banques sont assujetties au respect d'une réglementation en la matière, renforcée en 2010. Cette réglementation reste en vigueur tant que les nouvelles règles de liquidité ne sont pas encore applicables. Les établissements de crédit doivent en permanence veiller à ce que leurs disponibilités leur permettent de faire face à leurs exigibilités<sup>14</sup>.

Les accords de Bâle III ont introduit un coefficient du même type, le *liquidity coverage ratio* (LCR) qui mesure la couverture des besoins de liquidité à un horizon de 30 jours. Il a été repris dans le droit de l'Union européenne en 2013 par le paquet CRR/CRD IV. Le LCR sera mis en œuvre par un acte délégué qui a été adopté par la Commission le 10 octobre 2014, pour une application en 2015. Il est assez proche,

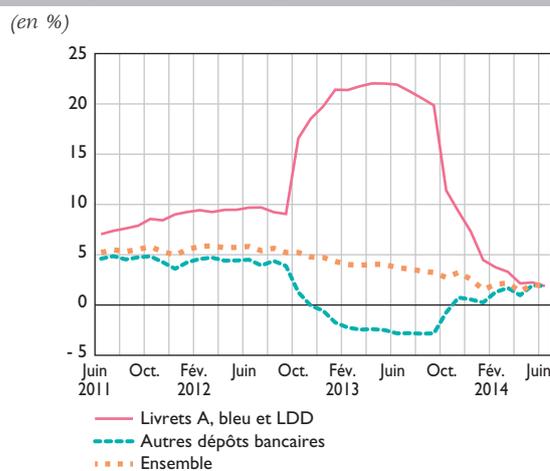
dans son esprit, de l'ancien dispositif français ; toutefois, le LCR durcit les hypothèses d'écoulement et, en conséquence, la pondération des différentes catégories de disponibilités. Les disponibilités les plus stables, c'est-à-dire les dépôts de la clientèle de détail, bénéficient d'un taux de fuite plus réduit. En revanche, le refinancement sur les marchés fait l'objet d'une décote plus importante. De manière générale, les établissements de crédit ont donc intérêt à renforcer la proportion de leurs dépôts dans leur passif pour respecter plus facilement les exigences du LCR.

## 3 | 2 Taille et spécialisation expliquent des divergences entre institutions financières

### Le relèvement des plafonds des livrets A et bleu et du LDD a eu des répercussions diverses sur la collecte d'épargne selon les établissements de crédit

Même avant la hausse des plafonds, on note un fort contraste entre le premier et le dernier décile des taux de croissance annuel des encours de livrets A, bleu et LDD (plus de 18 points de pourcentage

Graphique I5 Taux de croissance des encours des dépôts des ménages sur un an glissant



Source : États M\_Client\_Re (Banque de France/ACPR).

<sup>14</sup> Dans ce cadre, le coefficient de liquidité à un mois est calculé en tenant compte de la trésorerie disponible à plus d'un mois et de certaines hypothèses d'écoulement de l'ensemble des ressources mais également de l'existence d'accords de refinancement pérennes.

en juin 2011 par exemple, graphique 16). En effet, les réseaux historiques de distribution des livrets A et bleu (La Banque Postale, Caisses d'épargne, et Caisses de Crédit mutuel) observent des taux de collecte structurellement moins élevés que ceux des autres établissements de crédit qui bénéficient toujours d'effets de base. Ces différences peuvent être renforcées par les choix commerciaux des différents réseaux.

La hausse des plafonds a encore renforcé cette dispersion des taux de croissance au sein de la population (cf. graphique 16). Ainsi, l'analyse montre un creusement des écarts interquartiles et interdéciles. Certains petits établissements ont doublé leurs encours en moins d'un an. En juin 2013, un quart des établissements a augmenté ses encours sur ces livrets d'épargne réglementée de plus de 40 %. Il s'agit toutefois essentiellement de petits établissements de crédit, comme en témoigne le fait que la moyenne des taux de variation reste durablement inférieure à la médiane.

### En assurance, la collecte des petits organismes est plus dynamique que celle des plus gros

Une analyse transversale de la collecte en fonction de la taille des organismes d'assurance (quel que soit leur groupe d'appartenance) permet d'approfondir

la comparaison entre les filiales des groupes de bancassurance et les autres organismes.

En effet, le dynamisme de la collecte semble lié, au cours de la période courant de juillet 2013 à juin 2014, à la taille des organismes (cf. tableau 9).

La collecte des organismes disposant de plus de 50 milliards d'euros de provisions mathématiques

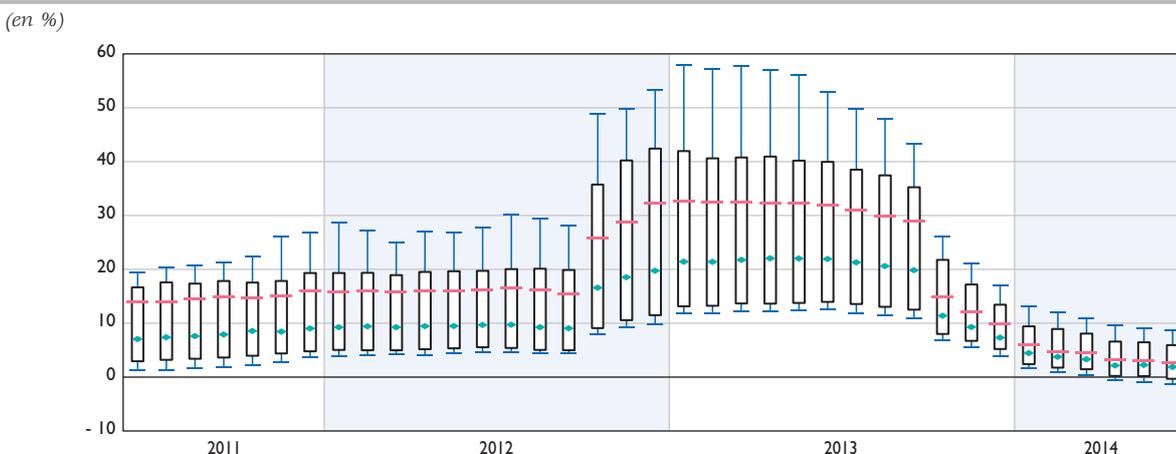
**Tableau 9 Collecte nette par catégories de taille des assureurs (juillet 2013 – juin 2014)**

(en milliards d'euros)

	Supports en euros	Supports en UC
Organismes disposant de plus de 50 milliards d'euros de provisions mathématiques	3,7	1,1
Organismes disposant de 10 à 50 milliards d'euros de provisions mathématiques	1,5	1,9
Organismes disposant de 2 à 10 milliards d'euros de provisions mathématiques	3,2	1,5

Note de lecture : Les sept organismes disposant de plus de 50 milliards d'euros de provisions mathématiques représentent 62 % des provisions de la collecte sur les flux d'assurance-vie. Les quatorze ayant de 10 à 50 milliards d'euros de provisions mathématiques représentent 27 % des provisions de la collecte sur les flux d'assurance-vie. Enfin, vingt-neuf organismes comptabilisant de 2 à 10 milliards d'euros de provisions mathématiques, représentent 10 % du total des provisions mathématiques de l'échantillon.  
Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).

**Graphique 16 Taux de croissance sur un an glissant des encours des livrets A, bleu et LDD des établissements de crédit**



Note de lecture : Les deux extrémités des « moustaches » indiquent le 1<sup>er</sup> et le 9<sup>e</sup> décile, les rectangles représentent l'écart entre le 2<sup>e</sup> et le 3<sup>e</sup> quartile. Le trait rouge marque la médiane et la puce verte la valeur moyenne.  
Population : Établissements de crédit remettant l'état M\_Client\_Re et gérant plus de 500 millions d'encours bancaires détenus par des ménages au 30 juin 2014 (de 61 à 65 individus suivant les échéances).  
Source : États M\_Client\_Re (Banque de France/ACPR).

ressort comme la moins dynamique. Au cours de la période étudiée, ceux-ci recueillent en net 3,7 milliards (0,3 % de leurs provisions) sur les supports en euros et à 1,1 milliard sur les supports en UC (0,8 % de leurs provisions).

Le profil des organismes de taille intermédiaire (10 à 50 milliards de provisions mathématiques) est assez semblable à celui des principaux organismes mais on note toutefois qu'ils ont davantage collecté sur les UC (1,9 milliard, soit 3,2 % de leurs encours) grâce à un niveau de primes plus élevé et à des arbitrages moins systématiquement défavorables aux supports en euros.

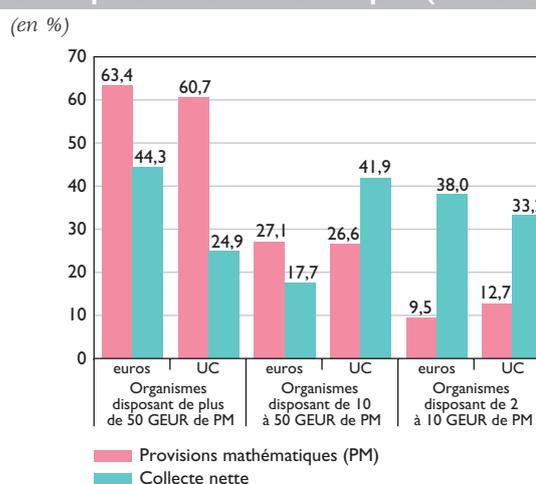
Enfin, les organismes inscrivant de 2 à 10 milliards d'euros de provisions mathématiques à leur bilan enregistrent, proportionnellement à leur taille, des flux de plus grande intensité. Les primes sur les supports en euros sont collectées selon un rythme élevé qui dépasse parfois 15 % des encours sur un an. Certes, les prestations versées sur les supports en euros sont également plus élevées que chez les organismes de plus grande taille mais le solde demeure nettement positif atteignant 3,2 milliards sur la période soit 3,1 % des provisions mathématiques. Le solde net de collecte sur les supports en UC de ces organismes est également élevé. À 1,5 milliard, il représente plus de 5,3 % de leurs provisions.

Le graphique 17 permet de comparer la contribution de chacune de ces catégories d'organismes aux chiffres totaux.

Plusieurs raisons peuvent expliquer le dynamisme de la collecte des petits organismes, y compris en UC. Pour certains, il s'agit d'effets de base, par exemple à la suite d'une entrée tardive sur le marché des UC. Pour d'autres, cela tient à un positionnement de

niche sur des marchés dynamiques. C'est le cas de nombreux petits organismes, indépendants ou rattachés à de grands groupes, qui se sont spécialisés dans la distribution de produits à destination de la clientèle de conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI) ou, plus largement d'une clientèle ayant une moindre aversion au risque. Les organismes de plus grande taille peuvent également pâtir de leur ancienneté sur le marché. En effet, un portefeuille de contrats plus ancien peut être détenu par une clientèle dont la pyramide des âges est moins favorable. Il comprend généralement davantage de contrats de rente en phase de versement et moins de contrats en phase d'accumulation.

**Graphique 17 Contribution de chacune des trois catégories de taille au total de la collecte nette (juin 2013-juin 2014) et des provisions mathématiques (au 31/12/2013)**



Note : Sous-échantillon des 50 organismes ayant plus de 2 milliards d'euros de provisions mathématiques, soit 98,9 % de l'échantillon.  
 Source : Collecte hebdomadaire sur les flux d'assurance-vie (ACPR).



# Le patrimoine économique national en 2013

## Deuxième année de stabilité

---

**Fabienne MONTEIL**  
Direction générale des Statistiques  
Banque de France

**Sylvain HUMBERTCLAUDE et Léa MAURO**  
Division Synthèse générale des comptes  
Insee

*Fin 2013, le patrimoine économique national s'élève à 13 345 milliards d'euros, soit près de huit fois le produit intérieur net de l'année. Comme en 2012, il est presque stable (+ 0,1 % en euros courants, après - 0,3 %), notamment parce que les actifs non financiers, principalement des logements et des terrains bâtis stagnent. Le patrimoine des ménages continue de croître mais à un rythme modeste (+ 1,8 %, après + 1,7 %). Leur patrimoine non financier, constitué en majorité de logements et de terrains, est quasi inchangé après une légère baisse (- 0,1 %, après - 1,3 % en 2012), alors que leur patrimoine financier continue de progresser, en raison de flux de placements toujours importants et de la revalorisation des titres détenus. En 2013, les fonds propres des sociétés non financières augmentent de 8,0 %, principalement grâce à des effets de marchés positifs sur le cours des actions. Cependant elles investissent peu, réduisent leurs stocks et limitent leur endettement. Enfin, le passif des administrations publiques ralentit très nettement en raison de la baisse des cours des obligations.*

Mots clés : patrimoine national, comptes nationaux, comptes non financiers, comptes financiers, ménages, sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, prix des logements, investissement, stocks, dépôts, titres de créance, crédits, actions, titres d'OPC, assurance-vie, placements, financements, valeur nette, fonds propres

Code JEL : E60

## I | Le patrimoine national atteint 13 345 milliards d'euros fin 2013

Depuis 2010, le patrimoine économique national (cf. définitions) représente l'équivalent de près de huit fois le produit intérieur net (PIN) de l'année

(cf. encadré 1 et graphique). Fin 2013, il s'élève à 13 345 milliards d'euros (cf. tableau 1). Cependant, alors que le PIN croît de 1,0 % en 2013, le patrimoine est quasi stable depuis 2012 (+ 0,1 %, après - 0,3 % en 2012 et + 3,9 % en 2011). Le patrimoine non financier stagne (+ 0,2 %, après - 0,6 % en 2012), tandis que les actifs et passifs financiers augmentent au même rythme (+ 2,6 %, après + 4,7 % et + 4,4 % respectivement

Tableau I Le patrimoine des secteurs institutionnels fin 2013

(encours en milliards d'euros ; évolution en %)

	Ensemble de l'économie nationale	Ménages <sup>a)</sup>	Sociétés		Administrations publiques	Évolution du patrimoine de l'économie nationale	
			non financières	financières		2011-2012	2012-2013
<b>Actifs non financiers (ANF)</b>	<b>13 541</b>	<b>7 188</b>	<b>4 126</b>	<b>258</b>	<b>1 969</b>	<b>- 0,6</b>	<b>0,2</b>
Constructions et terrains	11 108	6 642	2 544	205	1 717	- 0,8	0,2
Logements	4 089	3 356	635	39	59	2,8	1,7
Autres bâtiments et génie civil	2 011	173	804	61	973	2,4	1,3
Terrains bâtis	5 008	3 113	1 105	105	685	- 4,6	- 1,4
Machines et équipements	590	48	494	14	34	1,7	1,0
Stocks	376	15	345	-	16	0,5	- 0,4
Autres actifs produits	544	147	264	13	120	1,5	1,1
Autres actifs non produits	923	336	479	26	82	- 1,1	- 0,1
<b>Actifs financiers (AF), hors produits dérivés</b>	<b>23 268</b>	<b>4 581</b>	<b>5 856</b>	<b>11 706</b>	<b>1 125</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>
dont: Numéraire et dépôts	4 738	1 306	458	2 861	113	- 1,1	- 2,3
Titres de créances	3 233	87	58	3 023	65	5,6	- 4,0
Crédits	4 110	28	1 103	2 861	118	1,6	0,6
Actions et parts de fonds d'investissement	7 260	1 296	3 284	2 208	472	13,9	11,6
Systèmes d'assurances et de garanties	1 797	1 630	48	113	6	3,4	4,5
dont assurance-vie	1 530	1 530	-	-	-	3,2	3,8
<b>Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)</b>	<b>36 809</b>	<b>11 769</b>	<b>9 982</b>	<b>11 964</b>	<b>3 094</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>
<b>Passifs financiers (PF), hors produits dérivés</b>	<b>23 437</b>	<b>1 355</b>	<b>8 031</b>	<b>11 504</b>	<b>2 547</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>
dont: Numéraire et dépôts	5 055	-	-	4 945	110	0,1	- 4,1
Titres de créances	3 824	-	490	1 521	1 813	7,1	- 1,3
Crédits	4 007	1 176	2 037	494	300	2,3	0,8
Actions et parts de fonds d'investissement (passif en actions)	6 806	8	4 726	2 072	-	10,7	11,5
Systèmes d'assurances et de garanties	1 806	-	-	1 806	-	3,3	4,1
dont assurance-vie	1 531	-	-	1 531	-	3,2	3,8
<b>Solde des produits dérivés (S)</b>	<b>- 27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>- 28</b>	<b>1</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
<b>Patrimoine financier net = (AF) - (PF) + (S)</b>	<b>- 196</b>	<b>3 226</b>	<b>- 2 175</b>	<b>174</b>	<b>- 1 421</b>	<b>b)</b>	<b>b)</b>
<b>Patrimoine (ou valeur nette) = (A) - (PF) + (S)</b>	<b>13 345</b>	<b>10 414</b>	<b>1 951</b>	<b>432</b>	<b>548</b>	<b>- 0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Fonds propres = (patrimoine net) + (passif en actions)</b>			<b>6 677</b>	<b>2 504</b>			

a) Y compris entrepreneurs individuels (EI) et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

b) Le patrimoine financier net de l'économie nationale s'élève à - 216 milliards d'euros en 2011, - 180 milliards d'euros en 2012 et - 196 milliards d'euros en 2013.

« ns » correspond à « non significatif », « - » correspond à un actif non détenu.

Sources : Insee et Banque de France, comptes nationaux base 2010.

en 2012), si bien que le patrimoine financier net reste faiblement négatif (- 196 milliards d'euros, après - 180 milliards en 2012) et contribue donc très peu en 2013 aux évolutions du patrimoine total.

## 2| Le patrimoine des ménages est ralenti par le recul des prix de l'immobilier

Fin 2013, le patrimoine des ménages (cf. définitions) s'établit à 10 414 milliards d'euros, soit huit fois leur revenu disponible net (cf. graphique). Sa croissance est modérée pour la deuxième année consécutive (+ 1,8 %, après + 1,7 % en 2012, cf. tableau 2), car, si leur patrimoine financier continue de progresser nettement, leur patrimoine non financier est quasi stable.

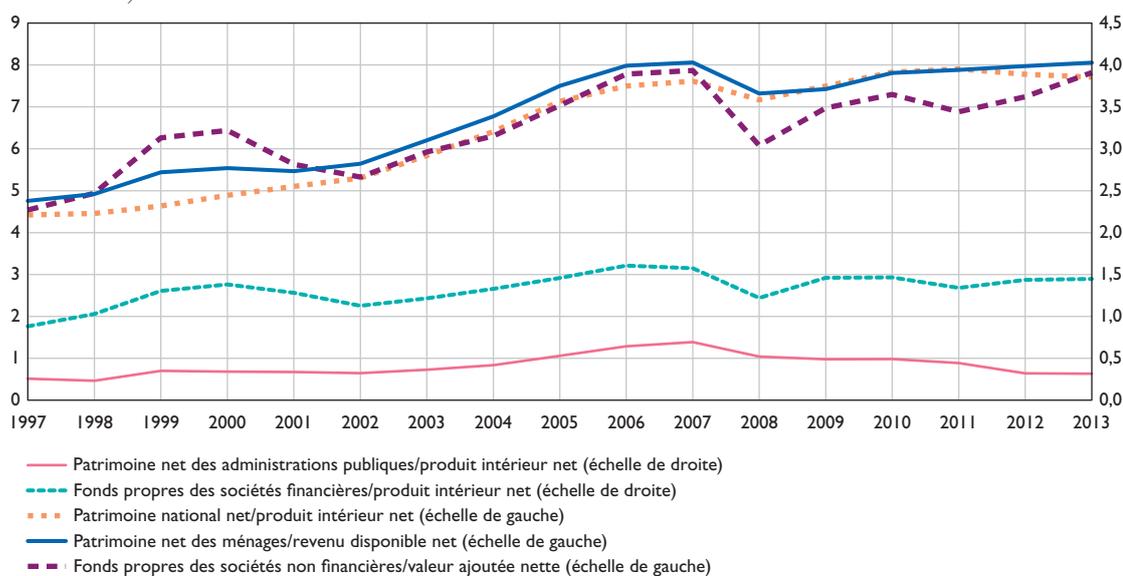
Le patrimoine des ménages est composé à 69 % d'actifs non financiers, pour l'essentiel immobiliers (64 %). Or en 2013, la valeur du patrimoine en constructions

et terrains stagne (+ 0,1 %). Les mises en chantier de logements neufs reculent de nouveau et l'indice du coût de la construction diminue légèrement, entraînant une baisse de la valeur de l'investissement des ménages. Dans l'ancien, le recul des prix des logements se poursuit et s'accompagne d'une reprise du nombre de transactions. Au total, le patrimoine non financier est quasi stable (- 0,1 %, après - 1,3 % en 2012).

Les actifs financiers des ménages<sup>1</sup> continuent de croître à un rythme soutenu (+ 4,8 %, après + 5,5 % en 2012), en raison de flux de placements toujours importants et de la revalorisation des titres détenus. L'encours des contrats d'assurance-vie augmente de 3,8 %, après une progression de 3,2 % en 2012, grâce à une reprise des souscriptions nettes. Les actions, directement détenues, et parts de fonds d'investissement ralentissent (+ 8,8 %, après + 16,4 %) : les ménages bénéficient d'effets de marchés toujours positifs sur les cours mais allègent leurs portefeuilles. Ils délaissent également les obligations, directement détenues, (- 6,6 %, après + 10,8 % en 2012). Les placements bancaires décélèrent, l'encours en numéraire et dépôts progressant de 2,6 %, après 4,7 % en 2012. L'effet de relèvement des plafonds

Graphique Évolution des stocks patrimoniaux des grands secteurs institutionnels rapportés aux flux macroéconomiques

(en équivalent années)



Lecture : Fin 2013, le patrimoine national net représente l'équivalent de 7,7 années de produit intérieur net.

Sources : Insee et Banque de France, comptes nationaux base 2010.

<sup>1</sup> Suivant le dernier rapport européen sur la consommation et l'épargne des ménages (enquête HFCN publiée en juillet 2013), si 99,6 % des ménages français possèdent un compte de dépôt ou d'épargne, la détention des autres actifs financiers diffère substantiellement selon l'âge, la composition des ménages et le niveau de revenu. Ainsi, 14,7 % possèdent des actions, mais avec un écart de 40 points entre les tranches de revenus les plus basses et les plus hautes.

Tableau 2 Évolution du patrimoine des secteurs institutionnels

(en %)

	Ménages <sup>a)</sup>			Sociétés non financières			Sociétés financières			Administrations publiques		
	2001-2011 moy./an	2011-2012	2012-2013	2001-2011 moy./an	2011-2012	2012-2013	2001-2011 moy./an	2011-2012	2012-2013	2001-2011 moy./an	2011-2012	2012-2013
<b>Actifs non financiers (ANF)</b>	<b>8,4</b>	<b>- 1,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>6,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>9,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>7,3</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,1</b>
Constructions et terrains	8,9	- 1,1	0,1	8,0	- 0,4	0,5	10,2	0,8	1,7	8,0	- 0,5	0,1
Logements	5,7	2,8	1,6	4,6	2,9	1,7	4,8	4,3	3,0	5,6	2,7	1,5
Autres bâtiments et génie civil	3,2	- 0,3	- 1,9	5,0	2,9	1,7	7,7	4,8	3,6	5,0	2,4	1,3
Terrains bâtis	14,2	- 4,8	- 1,4	13,7	- 4,2	- 1,1	15,3	- 2,4	0,1	14,4	- 4,5	- 1,7
Machines et équipements	0,8	- 0,4	- 0,6	3,2	1,8	1,1	4,1	7,1	4,8	2,5	2,3	0,9
Stocks	- 0,4	- 1,4	10,1	3,7	0,6	- 0,8	-	-	-	0,1	0,0	0,6
Autres actifs produits	4,9	- 2,2	- 1,6	3,6	3,3	2,3	3,3	4,3	2,9	2,3	2,2	2,0
Autres actifs non produits	4,0	- 5,0	- 3,7	10,8	2,4	2,9	16,9	4,0	4,8	7,8	- 4,0	- 3,0
<b>Actifs financiers (AF), hors produits dérivés</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,9</b>	<b>6,6</b>	<b>2,6</b>	<b>- 1,4</b>	<b>4,1</b>	<b>7,4</b>	<b>2,7</b>
dont : Numéraire et dépôts	3,9	4,7	2,6	8,7	8,5	10,9	8,5	- 4,7	- 5,8	8,0	3,1	- 12,0
Titres de créances	- 1,6	10,8	- 6,6	1,8	- 11,8	- 15,9	7,0	6,1	- 3,9	3,9	- 0,4	4,3
Crédits	3,1	2,3	2,9	4,9	2,1	1,6	6,5	0,5	0,1	- 1,0	31,7	5,1
Actions et parts de fonds d'investissement	2,5	16,4	8,8	1,5	17,7	15,7	3,4	9,6	8,8	5,1	5,0	5,6
Systèmes d'assurances et de garanties dont assurance-vie	7,2	3,3	3,8	1,9	1,0	0,9	57,3	6,9	19,2	3,3	0,2	0,2
dont assurance-vie	7,4	3,2	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ensemble des actifs</b>	<b>6,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,7</b>	<b>2,6</b>	<b>- 1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>
<b>Passifs financiers (PF), hors produits dérivés</b>	<b>6,5</b>	<b>- 2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>6,5</b>	<b>9,0</b>	<b>6,6</b>	<b>2,4</b>	<b>- 1,0</b>	<b>6,3</b>	<b>11,8</b>	<b>1,3</b>
dont : Numéraire et dépôts	-	-	-	-	-	-	7,4	- 0,1	- 4,1	5,2	12,4	- 4,4
Titres de créances	-	-	-	3,4	18,1	0,9	9,8	0,0	- 4,6	7,8	11,2	1,0
Crédits	7,8	2,2	2,0	4,5	1,6	0,6	7,3	- 0,8	- 3,3	3,2	15,0	4,4
Actions et parts de fonds d'investissement (passif en actions)	7,0	5,2	4,9	2,9	10,9	14,4	2,0	10,1	5,3	-	-	-
Systèmes d'assurances et de garanties dont assurance-vie	-	-	-	-	-	-	7,6	3,3	4,1	-	-	-
dont assurance-vie	-	-	-	-	-	-	7,4	3,2	3,8	-	-	-
<b>Solde des produits dérivés (S)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
<b>Patrimoine financier net <sup>b)</sup></b>	<b>3,8</b>	<b>9,6</b>	<b>6,3</b>	<b>4,6</b>	<b>2,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,1</b>	<b>- 27,7</b>	<b>8,6</b>	<b>15,7</b>	<b>0,3</b>
<b>Patrimoine (ou valeur nette)</b>	<b>6,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>9,5</b>	<b>- 1,2</b>	<b>- 5,0</b>	<b>8,7</b>	<b>2,3</b>	<b>- 12,4</b>	<b>5,5</b>	<b>- 26,8</b>	<b>- 0,4</b>
<b>Fonds propres des sociétés</b>				<b>4,8</b>	<b>6,6</b>	<b>8,0</b>	<b>3,1</b>	<b>8,5</b>	<b>1,8</b>			

a) Y compris entrepreneurs individuels (EI) et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

b) Le patrimoine financier net des sociétés non financières et des administrations publiques est structurellement négatif. Aussi une évolution « positive » traduit-elle une dégradation du patrimoine financier net, qui devient encore plus négatif. À l'inverse, une évolution « négative » traduit une amélioration.

« ns » correspond à « non significatif », « - » correspond à un actif non détenu.

Sources : Insee et Banque de France, comptes nationaux base 2010.

du livret A et du livret de développement durable en 2012 et début 2013 s'atténuant, les versements nets sur ces livrets diminuent. En revanche, le faible niveau des taux d'intérêt favorise l'accumulation d'avoirs en numéraire et dépôts à vue dont le coût d'opportunité de détention se réduit. Du côté du passif, les encours de crédits obtenus par les ménages progressent peu (+ 2,0 %, après + 2,2 % en 2012), en lien avec l'atonie du marché immobilier. Au total, le patrimoine financier net des ménages ralentit (+ 6,3 % en 2013, après + 9,6 % en 2012) mais reste plus dynamique que sur la décennie 2001-2011.

### 3 | La hausse des cours boursiers accroît la valeur des fonds propres des sociétés non financières

En 2013, la valeur nette des sociétés non financières (SNF, cf. définitions) atteint 1 951 milliards d'euros. Leurs actifs et leurs passifs financiers s'accroissent dans des proportions similaires tandis que leur patrimoine non financier évolue peu, tant en matière de constructions et terrains que de machines et stocks. La formation brute de capital fixe est atone

dans l'industrie manufacturière et diminue dans la construction, l'immobilier, le commerce et les transports. Les entreprises réduisent à nouveau leurs stocks, dont l'encours diminue en 2013 (- 0,8 %) en l'absence de progression des prix. En revanche, en 2013 la valeur des actifs financiers des SNF continue de s'accroître à un rythme élevé (+ 9,9 % après + 8,2 %). Dans un contexte de taux d'intérêt bas, les SNF renforcent encore leurs avoirs en numéraire et dépôts (+ 10,9 %, après + 8,5 % en 2012) et amplifient leurs cessions nettes de titres de créance, dont les encours baissent ainsi de 15,9 %, après - 11,8 % en 2012. En revanche, les SNF continuent d'acheter des actions. De plus, leurs portefeuilles d'actions bénéficient, comme l'année précédente, d'effets de valorisation largement positifs. Cette revalorisation joue également sur l'encours des actions émises, principale composante du passif. L'investissement reculant, les SNF accroissent peu leur endettement. L'encours de crédit aux entreprises (+ 0,6 %, après + 1,6 %) est tiré par l'endettement intra-groupe, alors que les crédits accordés par les institutions financières sont stables. Largement utilisées en 2012, les émissions de titres de créance sont plus modérées, l'encours augmentant de 0,9 % après 18,1 %. Au total, l'actif net des SNF défini comme l'actif diminué des dettes hors actions émises (fonds propres en comptabilité nationale - cf. définitions) progresse (+ 8,0 %, après + 6,6 %). En 2013, il représente l'équivalent de 7,8 fois leur valeur ajoutée nette, soit un peu plus qu'à la fin 2012 (7,2 fois).

#### 4| Les fonds propres des sociétés financières ralentissent

Les sociétés financières (SF, cf. définitions) ont principalement à leur bilan des stocks importants d'actifs et de passifs financiers, dont le solde est faible (+ 174 milliards d'euros en 2013) en comparaison des encours. L'encours de numéraire et dépôts diminue sensiblement à l'actif (- 5,8 %, après - 4,7 % en 2012) comme au passif (- 4,1 %, après - 0,1 %), du fait de mouvements interbancaires entre SF moins soutenus. L'encours de crédits à l'actif des SF est quasi stable (+ 0,1 %, après + 0,5 % en 2012) : les nouveaux crédits bancaires accordés aux ménages s'accroissent, mais les crédits aux SNF ralentissent et les opérations réalisées par les SF avec le reste du monde continuent de reculer,

à l'actif comme au passif. Les institutions financières réduisent à la fois leurs avoirs et leurs engagements de titres de créances, dont les encours baissent à l'actif (- 3,9 %) et au passif (- 4,6 %). Les actions et parts de fonds d'investissement augmentent de 8,8 % à l'actif et 5,3 % au passif, principalement du fait de l'évolution positive des cours. Au total, les fonds propres des SF ralentissent (+ 1,8 %, après + 8,5 % en 2012).

#### 5| Le passif des administrations publiques est freiné par la remontée des taux

En 2013, le patrimoine des administrations publiques (APU) est stable (- 0,4 %, après - 26,8 % en 2012). Il s'établit à 548 milliards d'euros fin 2013, soit 31,6 % du produit intérieur net (PIN).

Le patrimoine non financier des APU, composé à 87 % de bâtiments et terrains, varie peu (+ 0,1 %, après - 0,5 %). En 2013, l'investissement en bâtiments et ouvrages de génie civil, bien que peu dynamique, compense la baisse du prix des terrains sur lesquels ils sont bâtis. Le patrimoine financier net des APU évolue peu également, le passif (+ 1,3 %, après + 11,8 % en 2012) augmentant plus lentement que l'actif financier (+ 2,7 %, après + 7,4 %).

##### ENCADRÉ I

#### À quels agrégats rapporter le patrimoine économique ?

Le **produit intérieur brut (PIB)** est égal à la somme des valeurs ajoutées nouvellement créées par les unités productrices résidentes une année donnée, évaluées au prix du marché (il s'établit à 2 114 milliards d'euros en 2013).

Le **produit intérieur net (PIN, 1 731 milliards d'euros en 2013)** s'obtient en déduisant du PIB la consommation de capital fixe, qui correspond au coût d'usure du capital au cours de la même période. Il en est de même pour le **revenu disponible net par rapport au revenu disponible brut**.

Il est plus pertinent de comparer le stock de patrimoine avec des flux macroéconomiques nets plutôt qu'avec des flux bruts. En effet, le patrimoine est lui-même un stock net, qui tient compte de l'état d'usure et d'obsolescence du capital.

À l'actif, l'encours d'actions et de parts de fonds d'investissement augmente (+ 5,6 %, après + 5,0 % en 2012) exclusivement du fait de l'appréciation des titres en portefeuille, les APU procédant à des cessions de parts de fonds d'investissements non monétaires en 2013. Parallèlement, les APU acquièrent des titres obligataires (+ 4,3 %, après - 0,4 %) et augmentent leur encours de crédits de 5,1 %, après + 31,7 % en 2012. En revanche, elles réduisent leurs avoirs en numéraire et dépôts (- 12,0 %, après + 3,1 %).

Au passif, les émissions nettes d'obligations, qui constituent le mode principal de financement des

APU diminuent quelque peu (+ 76,6 milliards d'euros, après + 87,9 milliards d'euros). Toutefois, le net ralentissement de l'encours (+ 1,0 %, après + 11,2 %) s'explique principalement par la baisse des cours résultant de la remontée des taux à long terme : le taux en fin d'année des emprunts d'État à 10 ans, tombé de 3,15 % en 2011 à 2,25 % en 2012, remonte à 2,43 % en 2013. Ce ralentissement concerne également les crédits qui augmentent de 4,4 %, après + 15,0 % en 2012. Au total, la dette publique en valeur de marché augmente de 1,3 % en 2013, contre + 4,5 % pour la dette publique au sens de la dette de Maastricht.

## ENCADRÉ 2

**Définitions et méthodologie**

Les **comptes de patrimoine** de la comptabilité nationale recensent les actifs et passifs économiques, c'est-à-dire ceux sur lesquels des droits de propriété peuvent être exercés et qui peuvent procurer des avantages économiques à leurs propriétaires. Ils peuvent être financiers ou non financiers; ces derniers peuvent être le résultat de processus de production ou avoir une origine naturelle.

Le **patrimoine** (ou « valeur nette ») est défini comme la différence entre la valeur des actifs (financiers et non financiers) et celle des passifs (par nature financiers).

Les **actifs et passifs sont comptabilisés à leur valeur de marché en fin d'année**. Cette valeur inclut donc les plus ou moins-values latentes relatives à chaque catégorie d'actifs. Ainsi, la valeur du patrimoine peut varier d'une année à l'autre, même en l'absence de flux nets de transactions, du fait de la fluctuation des prix de marché. Les actions non cotées sont estimées par référence à la valorisation des actions cotées.

La valeur des **biens immobiliers** se décompose entre celle des **bâtiments** et celle des **terrains** sur lesquels ils sont implantés. L'essentiel des plus-values immobilières est affecté aux terrains.

La catégorie des **ménages** inclut les particuliers, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Les sociétés sont réparties entre **sociétés financières et non financières**. Les sociétés financières incluent la Banque centrale, les établissements de crédit et assimilés, les institutions financières diverses (entreprises d'investissement, organismes de titrisation notamment), les sociétés d'assurance, les fonds d'investissement monétaires et non monétaires, les auxiliaires financiers et les institutions financières captives.

Les **fonds propres** des sociétés financières et non financières sont mesurés par différence entre la valeur de leurs actifs et celle de leurs passifs autres qu'en actions.

Le montant de la **dette publique (au sens de Maastricht)** est différent de celui du **passif des administrations publiques** pour trois raisons. Le périmètre des opérations financières retenues pour la dette publique exclut les produits dérivés et les autres comptes à payer et à recevoir. La dette publique est consolidée : elle ne prend pas en compte les dettes entre administrations. Elle est évaluée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal.

**Les comptes nationaux sont passés en base 2010**

Comme les autres comptes nationaux, les comptes de patrimoine sont à présent diffusés en base 2010. Dans le cadre de ce changement, des révisions sur les niveaux et les évolutions du patrimoine ont été effectuées par rapport aux publications précédentes.

La méthodologie du changement de base est consultable sur les sites [insee.fr](http://insee.fr), thème « Comptes nationaux – Finances publiques, Comptes nationaux annuels, méthodologie » et [banque-france.fr](http://banque-france.fr), thème « Économie et statistiques, monnaie et finances, comptes financiers et comptes de patrimoine financiers ».

Les comptes de patrimoine sont consultables sur le site [insee.fr](http://insee.fr), thème « Comptes nationaux – Finances publiques, Comptes nationaux annuels, Patrimoine financier et non financier ».

## Bibliographie

**Bachelierie (A.) et Mauro (L.) (2013)**

«Le patrimoine économique national en 2011 – Hausse de 5 %», *Insee Première* n° 1431, janvier, Insee et *Bulletin de la Banque de France*, n° 190.

**Bachelierie (A.) et Mauro (L.) (2013)**

«Le patrimoine économique national en 2012 – Une quasi-stabilité», *Insee Première* n° 1480, décembre, *Bulletin de la Banque de France*, n° 194.

**Banque centrale européenne (2013)**

Le «Rapport de l'Eurosystème sur la consommation et le patrimoine des ménages», n° 2 («*The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey No. 2*»), avril, consultable sur le site de la Banque centrale européenne, [ecb.europa.eu](http://ecb.europa.eu), thème «Publications, Research & paper series, Statistics paper series».

**Couleaud (N.) et Delamarre (F.) (2009)**

«Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 – 30 années au rythme des plus-values immobilières et boursières», *Insee Première* n° 1229, mars, Insee et Banque de France.

# L'intérêt des Français pour l'économie et leur perception de la situation économique en 2014

## Résultats du sondage TNS Sofres présentés aux *Journées de l'économie*

---

**Patrick HAAS**  
*Direction de la Communication*

*Présenté par la Banque de France dans le cadre des Journées de l'Économie à Lyon, le sondage réalisé par TNS Sofres montre que l'intérêt des Français pour l'économie progresse : 61 % se déclarent intéressés, en hausse de 6 % par rapport à l'année dernière, même si le contenu de cette information économique n'est pas toujours jugé compréhensible par 58 % de nos concitoyens.*

*Le sondage révèle également une inquiétude face à l'environnement économique. En particulier, 80 % des sondés se disent inquiets de la situation du déficit et de la dette publique. Les perceptions sur la situation économique demeurent pessimistes, à court terme ainsi que pour les générations à venir, mais une large majorité (64 %) se montre optimiste à l'égard de leur situation personnelle.*

Mots clés : inflation, déficit budgétaire, dette publique, sondage, information économique

Codes JEL : D01, D14

La Banque de France, mécène et partenaire fidèle des Journées de l'économie (JECO) à Lyon depuis la création de cette manifestation, a demandé à TNS Sofres de réaliser une étude quantitative sur les Français et l'économie. La participation de la Banque de France à cette nouvelle édition des Journées de l'économie témoigne de son engagement à contribuer à l'amélioration de la culture économique et financière du public.

Le dispositif mis en place par TNS Sofres repose sur une enquête réalisée par téléphone les 28 et 29 octobre 2014, auprès d'un échantillon national de 959 personnes représentatif de la population âgée de 18 ans et plus. La méthode retenue est celle des quotas (sexe, âge, profession du chef de ménage, profession et catégorie socioprofessionnelle) assortis d'une stratification par région et par catégorie d'agglomération.

Ce sondage aborde deux questions :  
 - quel est l'intérêt des Français pour l'économie ?  
 - quelles sont les anticipations et les perceptions sur la situation économique ?

Il brosse un tableau d'une opinion publique intéressée par l'économie, mais peu confiante dans la situation économique.

## I | Un intérêt croissant pour l'économie

### I | I | Un intérêt pour l'économie majoritaire et en progression

La question (cf. graphique 1), introduite l'année dernière, mesure l'appétence des Français pour l'économie ; cet intérêt (61 %) progresse de 6 points.

L'intérêt pour l'économie est une fonction croissante de l'âge. Les plus de 50 ans sont 70 % à déclarer s'intéresser à l'économie, les moins de 50 ans 52,6 % à répondre qu'ils sont intéressés, tandis que la moitié des sondés (52 %) de moins de 35 ans se déclarent « Pas intéressé ».

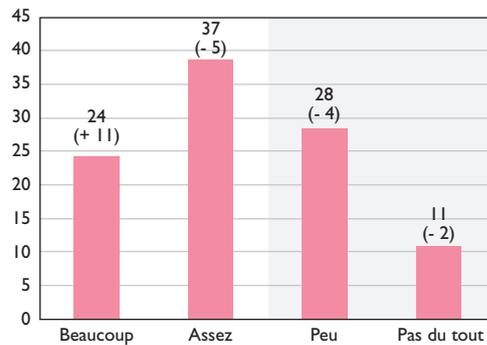
Cet intérêt augmente également avec le revenu : 75 % des ménages les plus aisés se déclarent intéressés.

L'intérêt pour l'économie est très proche de celui pour la politique, observé dans une enquête TNS Sofres de 2012, avec les mêmes caractéristiques sociologiques.

Graphique 1 L'intérêt des Français pour l'économie

(en %)

De manière générale, vous intéressez-vous beaucoup, assez, peu ou pas du tout à l'économie ?



Total « intéressé » = 61 % (70 % des 50 ans et plus, 75 % des plus aisés)  
 Total « pas intéressé » = 39 % (52 % des moins de 35 ans)

Note : +/- : évolution octobre 2013/octobre 2014.

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

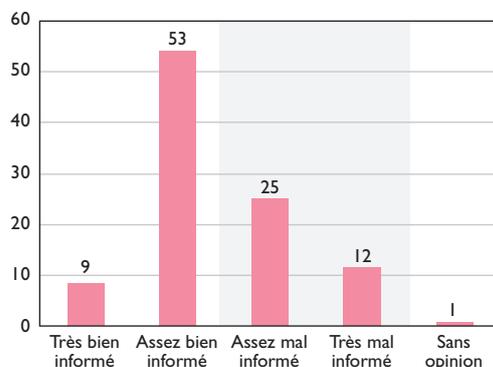
## I | 2 Des Français bien informés sur l'actualité économique en France

Les deux tiers des Français se disent majoritairement bien informés sur les sujets économiques. La question porte sur le niveau d'information diffusée par les médias (cf. graphique 2).

Graphique 2 Le niveau d'information économique

(en %)

Diriez-vous que vous êtes très bien informé, assez bien informé, assez mal informé ou très mal informé sur l'actualité économique en France ?



Total « bien informé » = 62 %  
 Total « mal informé » = 37 % (42 % des CSP-)

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

### I | 3 Une information économique pas toujours compréhensible

Cette question, déjà posée en 2012, porte sur le traitement de l'information économique et la qualité de l'information économique. 58 % des Français considèrent que l'information économique n'est pas compréhensible, pourcentage en très léger retrait par rapport à 2012 (60 %).

Les Français pointent un déficit de compréhension de l'économie largement partagé dans les différentes catégories de la population. Ils apparaissent désorientés face à une matière omniprésente, indispensable, mais souvent hermétique, composée de chiffres et de théories qui paraissent réservés aux initiés. Les Français se jugent insuffisamment formés dans ce domaine. Les divergences d'analyses économiques, l'absence de consensus constituent également un facteur d'incompréhension. Ce constat est corroboré par une enquête nationale présentée aux JECO en 2014 « Parle-t-on mal d'économie dans les médias ? »

On note un léger effet de posture dans les réponses où près de la moitié des hommes estiment l'information

économique compréhensible mais seulement un tiers des femmes (cf. graphique 3).

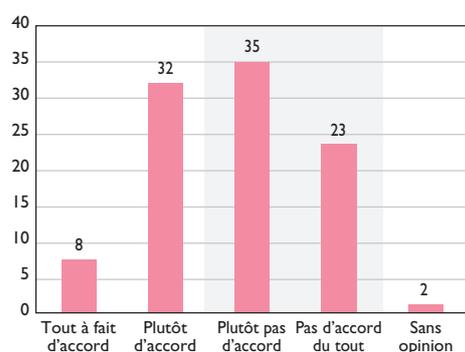
### I | 4 Un intérêt plus marqué pour la macroéconomie

C'est d'abord sur la situation de l'État et des finances publiques, en raison du grand intérêt qu'elle suscite, que les Français souhaiteraient être mieux informés : 56 % des sondés, dont une majorité d'hommes et de personnes appartenant aux catégories socioprofessionnelles aisées. Les sujets sur le fonctionnement et le financement de la protection sociale arrivent ensuite, les retraités et les femmes s'y montrant plus sensibles que le reste de la population, suivis de l'inflation et de l'évolution des prix, avec un intérêt marqué des moins de 35 ans et des populations à plus faible pouvoir d'achat. Enfin, le fonctionnement et la vie des entreprises ainsi que les produits d'épargne et financiers font l'objet d'un moindre intérêt. Ce sont donc davantage sur des sujets d'ordre macroéconomique en lien avec l'actualité que les Français sont demandeurs d'une meilleure information (cf. graphique 4).

**Graphique 3 La qualité de l'information économique**

(en %)

**Êtes-vous tout à fait d'accord, plutôt d'accord, plutôt pas d'accord ou pas du tout d'accord avec l'affirmation suivante : L'information économique est compréhensible**



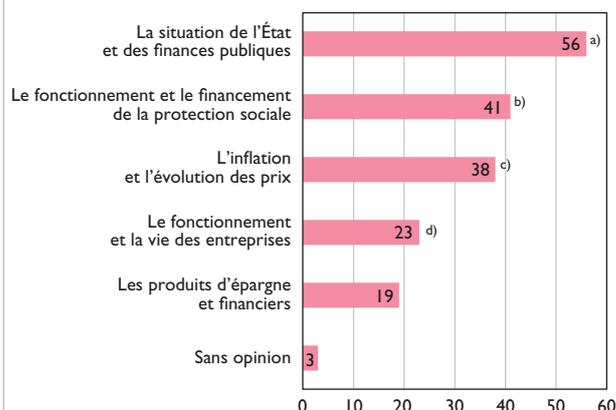
Total « d'accord » = 40 % (+ 3)  
(49 % des hommes, contre 33 % des femmes)  
Total « pas d'accord » = 58 % (- 2)

Note : +/- : évolution octobre 2013/octobre 2014, JECO 2013.  
Sources : Banque de France – TNS Sofres.

**Graphique 4 Les principales attentes en information économique**

(en %)

**Dans la liste suivante, quels sont les deux sujets d'économie sur lesquels vous souhaiteriez être mieux informé ?**



a) 60 % des hommes, 65 % des CSP+.  
b) 48 % des retraités, 47 % des femmes.  
c) 50 % des moins de 35 ans, 46 % des CSP-.

d) 28 % des hommes, 29 % des CSP+.  
Note : Le total des réponses est supérieur à 100, les personnes interrogées ayant pu donner deux réponses.  
Sources : Banque de France – TNS Sofres.

## 2| Des Français inquiets de la situation économique

### 2|1 Une inquiétude sur la situation présente

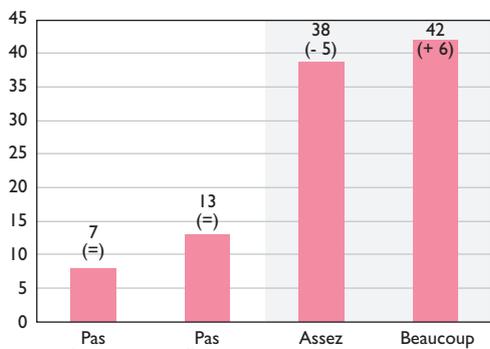
#### Une inquiétude sur la situation des finances publiques

L'inquiétude sur les finances publiques est très largement majoritaire dans l'opinion, avec 80 % des français qui se déclarent inquiets. Si cette inquiétude est partagée par toutes les catégories de la population, elle est légèrement croissante avec l'âge. Cette préoccupation est bien ancrée dans l'esprit des Français depuis la crise financière, elle s'est légèrement accentuée dans la période récente (cf. graphique 5).

**Graphique 5 L'inquiétude à l'égard des finances publiques**

(en %)

Concernant la hausse du déficit des finances publiques et de la dette publique de la France, diriez-vous que c'est quelque chose qui vous inquiète beaucoup, assez, pas tellement ou pas du tout ?



Total « pas inquiets » = 20 % (=) Total « inquiets » = 80 % (+ 1)

Note : +/- : évolution octobre 2013/octobre 2014, JECO 2013.

En 2013, la formulation exacte était : « Concernant le niveau du déficit des finances publiques et de la dette publique de la France, diriez-vous que c'est quelque chose qui vous inquiète beaucoup, assez, pas tellement ou pas du tout ? »

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

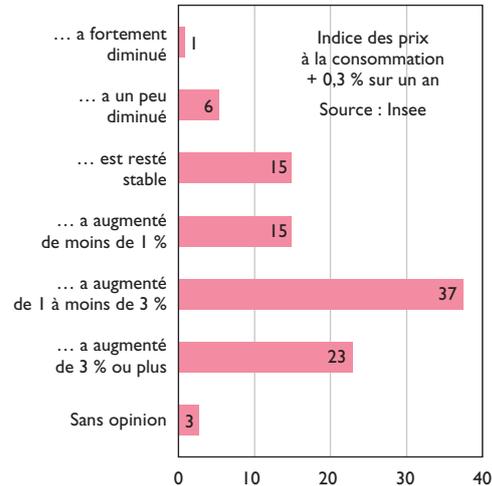
#### Un biais pessimiste sur le niveau de hausse des prix

Plus de la moitié des Français surévaluent la hausse des prix en France depuis un an (cf. graphique 6).

**Graphique 6 La perception de la hausse des prix**

(en %)

À votre avis, le niveau des prix depuis un an en France...



Total « a augmenté » = 60 %

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

En effet, 60 % d'entre eux l'évaluent à plus de 1 % alors qu'en réalité le dernier indice des prix à la consommation (IPC) publié en septembre par l'Insee n'a augmenté que de 0,3 % sur un an, alors que l'inflation sous-jacente est nulle. Il s'agit d'un décalage traditionnel entre la perception et la réalité qui n'est pas propre à la France, il ne s'est pas atténué avec une inflation faible.

### 2|2 Un pessimisme sur la situation économique

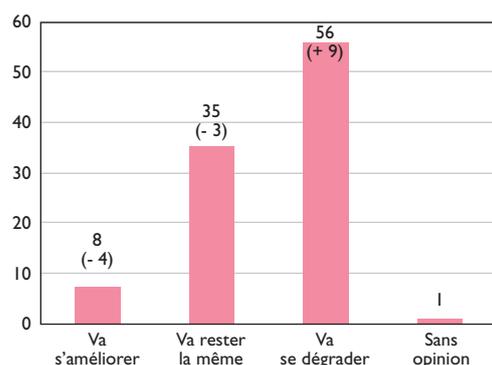
#### Les perspectives à court terme

La perception de la situation économique au cours des douze prochains mois est teintée de pessimisme, en effet, plus de la moitié des personnes interrogées (56 %) estiment qu'elle va se dégrader (cf. graphique 7). Ce pessimisme s'est accentué de 9 points par rapport à l'année dernière. Cette inquiétude est beaucoup plus marquée dans les catégories modestes (62 %), plus affectées par la crise et la dégradation de la situation de l'emploi, que dans les catégories plus aisées (50 %).

### Graphique 7 Le sentiment économique pour les douze prochains mois

(en %)

Dans les douze prochains mois, avez-vous le sentiment que la situation économique du pays va s'améliorer, se dégrader ou rester la même ?



Note : +/- : évolution octobre 2013/octobre 2014, JECO 2013.  
Sources : Banque de France – TNS Sofres.

## Les perspectives à long terme

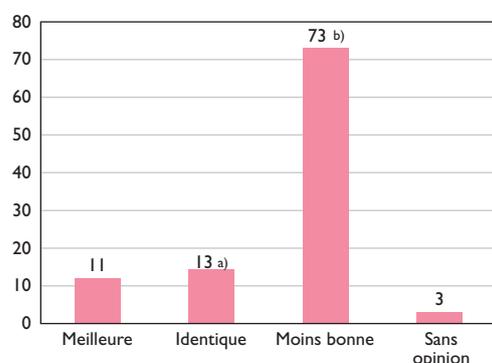
### Un pessimisme bien ancré

Près des trois quarts des Français pensent que la situation économique des enfants nés à ce jour sera moins bonne que celle de leur génération (cf. graphique 8). Ce sentiment, plus prononcé chez les plus de 50 ans (77 %), n'en demeure pas moins majoritaire dans

### Graphique 8 Le sentiment économique à long terme

(en %)

Pensez-vous que la situation économique des enfants nés aujourd'hui sera meilleure, moins bonne ou identique à celle de votre génération ?



a) 20 % des moins de 25 ans.

b) 77 % des 50 ans et plus.

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

toutes les tranches d'âge, avec un pessimisme un peu moins prononcé pour les moins de 35 ans qui sont encore 20 % à penser que la situation économique restera inchangée (contre 13 % pour l'ensemble).

Ce pessimisme des Français est une donnée constante, corroborée et observée régulièrement dans l'Eurobaromètre de la Commission européenne (L'opinion publique dans l'UE, printemps 2014). Dans ce dernier sondage, à la question posée en France « Comment jugez-vous la situation de l'économie française ? », 89 % répondent « Mauvaise », contre 66 % dans la zone euro. Il s'agit d'un niveau de pessimisme élevé mais qui n'atteint pas celui de la Grèce, du Portugal ou de l'Espagne (96 %).

### Les raisons du pessimisme

L'élément le plus saillant est le consensus exceptionnel des Français sur leur propre pessimisme puisque seuls 7 % d'entre eux réfutent cette affirmation (cf. graphique 9).

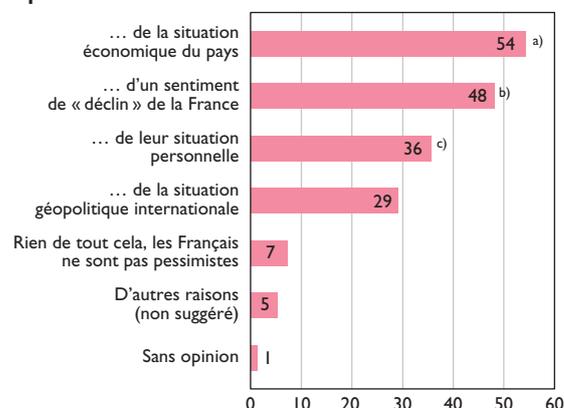
Deux réponses arrivent en tête pour expliquer ce pessimisme :

- la situation économique du pays (54 %), réponse citée à 61 % par les jeunes de moins de 35 ans ;
- un sentiment de déclin de la France (48 %), qui atteint 55 % des plus de 65 ans.

### Graphique 9 Les raisons du pessimisme

(en %)

On dit souvent que les Français sont pessimistes. D'après vous est-ce avant tout en raison...



a) 61 % des moins de 35 ans.

b) 55 % des 65 ans et plus.

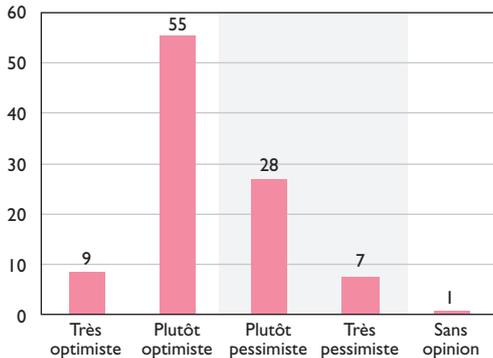
c) 46 % des moins de 35 ans.

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

**Graphique 10**  
Le sentiment sur la situation personnelle

(en %)

Quand vous pensez à votre situation personnelle, diriez-vous que vous êtes...



Total « optimiste » = 64 % (72 % des moins de 35 ans, 74 % des CSP+)  
Total « pessimiste » = 35 % (42 % des 50 ans et plus, 40 % des CSP-)

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

**Un optimisme sur leur situation personnelle**

Un contraste saisissant existe entre un pessimisme collectif prononcé et un optimisme individuel majoritaire. Les Français voient la situation économique en noir mais leur situation individuelle est plus rose (cf. graphique 10).

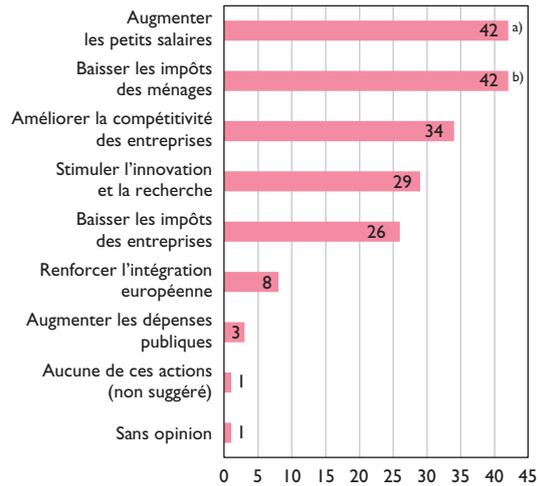
Cet optimisme est sensiblement plus marqué chez les jeunes (72 %) et les CSP les plus aisées (75 %).

Ce résultat est à rapprocher des réponses à l'Eurobaromètre sur la question de la satisfaction à l'égard de la vie menée [« D'une façon générale, êtes-vous très satisfait(e), plutôt satisfait(e), plutôt pas satisfait(e) ou pas du tout satisfait(e) de la vie que vous menez ? »]. 85 % des Français se déclarent satisfaits, soit plus que les 80 % en moyenne dans l'Union européenne.

**Graphique 11**  
Les mesures pour stimuler la croissance

(en %)

Selon vous, parmi les actions suivantes, quelles sont les deux plus efficaces pour stimuler la croissance économique en France aujourd'hui?



a) 58 % des CSP-.

b) 59 % des CSP-.

Note : Le total des réponses est supérieur à 100, les personnes interrogées ayant pu donner deux réponses.

Sources : Banque de France – TNS Sofres.

**Les mesures pour stimuler la croissance économique**

Une nouvelle proposition de réponse a été introduite avec « Baisser les impôts des entreprises ».

Les réponses ont, en tendance, peu évolué par rapport à l'année dernière. Elles restent très autocentrées par profession. Par ailleurs, les catégories les plus modestes apparaissent en faveur de la hausse des petits salaires et de la baisse des impôts.

Les Français se prononcent davantage pour une politique de stimulation de la demande privée – mais en revanche pas des dépenses publiques – que pour une politique de l'offre (cf. graphique 11).

L'intérêt des Français pour l'économie progresse de + 6 % par rapport à l'année dernière. Cet intérêt est notamment marqué pour la situation de l'État et des finances publiques, sujet d'inquiétude pour huit Français sur dix.

L'opinion reste caractérisée par une perception de la hausse des prix supérieure à la réalité et une perception négative de la situation économique. Si les Français sont collectivement pessimistes, les sondés sont plutôt optimistes sur leur situation individuelle.

En tout état de cause, ces résultats montrent qu'il est indispensable de faire œuvre de pédagogie, de « briser la glace » entre les Français et l'économie. C'est l'ambition des JECO; c'est un des objectifs de la Banque de France dont la stratégie d'éducation économique et financière du public s'incarne dans le projet ambitieux d'ouvrir à Paris une Cité de l'économie et de la monnaie, espace muséal ludique et interactif permettant à tous de mieux comprendre l'économie.

## Bibliographie

**Accardo (J.), Célérier (C.), Herpin (N.) et Irac (D.) (2012)**

« L'inflation telle qu'elle est perçue par les ménages », *Insee Analyses*, n° 5, juillet, p. 11-15.

**Bigot (R.), Crouette (P.) et Muller (J.) (2011)**

« La culture financière des Français », Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie.

**Eurobaromètre standard 81 (2014)**

« L'opinion publique dans l'Union européenne », printemps.

**Fournier (M.) 2014**

« Parle-t-on mal d'économie dans les médias ? Les résultats d'une enquête nationale », CNRS Gate Lyon.

**Haas (P.) (2012)**

« Les Français et l'économie, synthèse de l'enquête quantitative Banque de France/TNS Sofres », *Bulletin de la Banque de France*, n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre.

**Haas (P.) 2013**

« Les Français et l'économie, l'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », *Bulletin de la Banque de France*, n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre.

**TNS Sofres (2008)**

« Les Français et l'économie : intérêt, perception et compréhension », novembre.

**TNS Sofres (2013)**

« Les Français et l'économie », Résultats détaillés, octobre.

**TNS Sofres (2014)**

« Les Français et l'économie », Résultats détaillés, octobre.



# La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement

**Laurent CARLINO, Germain DAIRAY et François SERVANT**

*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

*L'activité des quatre-vingts principaux groupes industriels et commerciaux français cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris leur permet de dégager une croissance organique de + 1 % au premier semestre 2014. Cette croissance ne se retrouve toutefois pas au niveau de leur chiffre d'affaires, qui affiche un repli de 5 %, sous l'impact des récents changements de normes comptables (évalué à - 3 points de pourcentage), et d'un effet de change défavorable, d'ampleur comparable.*

*Les grands groupes maintiennent globalement leur niveau de rentabilité grâce à la forte augmentation du résultat opérationnel de l'industrie (+ 22 %), les autres secteurs (énergie, services, commerce, information et communication) connaissant une situation plus difficile. Le taux de marge augmente pour sa part de 1 %, pour s'établir à 9 %. Par ailleurs, pour la première fois depuis 2011, le résultat net progresse de 14 %. Cette amélioration va de pair avec celle du taux de marge net, qui passe de 4,5 % à 5,3 %.*

*Les grands groupes parviennent à renforcer leur trésorerie en accroissant leur stock de liquidités de 13 milliards d'euros (+ 9,4 % en un an). Ce mouvement s'opère sans effet restrictif sur la politique de rémunération des actionnaires. Toutefois, ce ne sont pas les flux d'exploitation qui y contribuent mais plutôt une bonne gestion financière tant s'est affaiblie la capacité de certains groupes français à dégager des surplus de richesses dans un cadre purement opérationnel.*

*Comme en 2013, les entreprises étudiées poursuivent des stratégies opportunistes de gestion de leur passif en vue notamment de bénéficier de meilleures conditions de financement. Elles se sont ainsi désendettées de 15 milliards d'euros en un an, transformant une partie de leur dette obligataire en quasi-fonds propres.*

*Dans la perspective d'une reprise qui ne se concrétise pas encore, le renforcement de la trésorerie et le désendettement constituent aujourd'hui la base de la valorisation financière des quatre-vingts principaux groupes français. Leurs capitaux propres atteignent ainsi un niveau record de 628 milliards d'euros et la capitalisation boursière n'a jamais été aussi élevée. Elle atteint 1 193 milliards d'euros, s'appréciant de 7 % entre le 31 décembre 2013 et le 30 juin 2014.*

*Pour la première fois, l'étude inclut des états financiers libellés en dollar américain (trois groupes concernés).*

Mots clés : comptes consolidés, IFRS, résultats,  
grandes entreprises industrielles et commerciales, grands groupes français,  
autres éléments du résultat global, other comprehensive income (OCI),  
entreprises cotées au compartiment A d'Euronext

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

## I | Baisse du chiffre d'affaires et croissance organique limitée

### I | I | L'activité des principaux groupes français marque le pas au premier semestre

Après s'être stabilisée en 2013, l'activité des quatre-vingts principaux groupes français se contracte au premier semestre 2014<sup>1</sup>. Leur chiffre d'affaires tombe ainsi à 627 milliards d'euros, contre 661 milliards d'euros au premier semestre 2013, soit une diminution de 5 % (cf. graphique 1).

Toutefois, si les effets de change sont la première cause significative de la baisse du chiffre d'affaires, à hauteur de - 3,3 % (voir *infra* au 1|2), la révision des méthodes comptables de consolidation traduit également une baisse de 3 % du chiffre d'affaires. En effet, les principaux groupes étudiés sont tenus, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, d'appliquer les normes IFRS 10, 11 et 12 qui ont, entre autres, un impact significatif (d'environ 20 milliards d'euros) sur la mesure du chiffre d'affaires (cf. encadré 1).

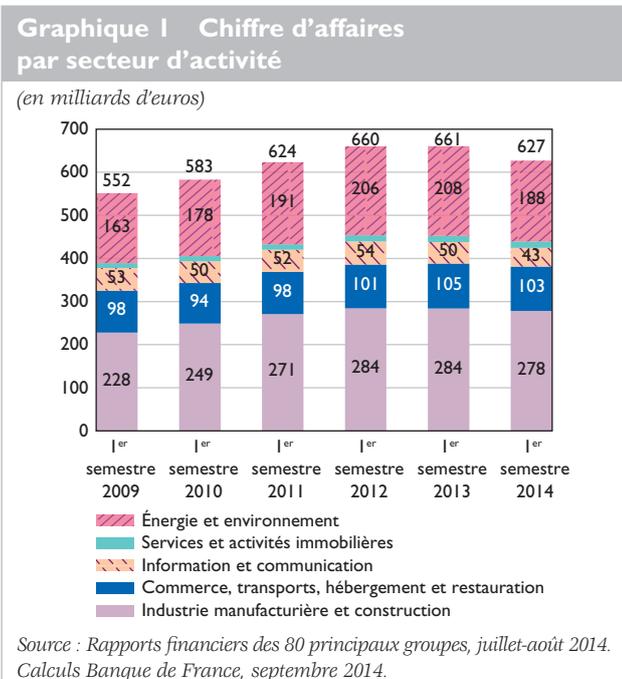
La croissance organique, enfin, est faible (+ 1 %). Alors que le continent européen se situe traditionnellement au cœur de l'activité des principaux groupes français, il est actuellement la source des plus fortes incertitudes qui pèsent sur l'économie mondiale. Les pays européens sont toujours en proie à des difficultés économiques telles que la faiblesse de l'investissement public et privé, les inquiétudes relatives au risque de déflation, ou encore les questions soulevées par le poids de la dette publique. Ainsi, la reprise économique européenne globale se fait encore attendre. À cela s'ajoute, comme à la fin de l'exercice 2013, le ralentissement des économies des pays émergents qui, jusqu'à présent, constituaient de précieux relais de croissance.

Une fois pris en compte les effets liés aux changements de normes comptables, on remarque que l'activité recule, bien que diversement, dans tous les secteurs. Le plus concerné est le secteur de l'énergie et de l'environnement, dont l'activité se contracte de 5 % et dont la plupart des entreprises signent des contre-performances. Dans l'information et la communication, le recul est d'environ 2,5 %, en raison notamment des difficultés soulevées par l'intensification de la concurrence dans le secteur de la téléphonie. L'industrie manufacturière, le commerce, les transports, l'hébergement et la restauration enregistrent aussi un recul de leurs ventes.

Dans ce contexte, la distribution du chiffre d'affaires tend à devenir plus homogène. Cependant, pour trois entreprises sur quatre, la croissance est désormais inférieure à 2 % et négative pour la plupart d'entre elles (cf. graphique 2).

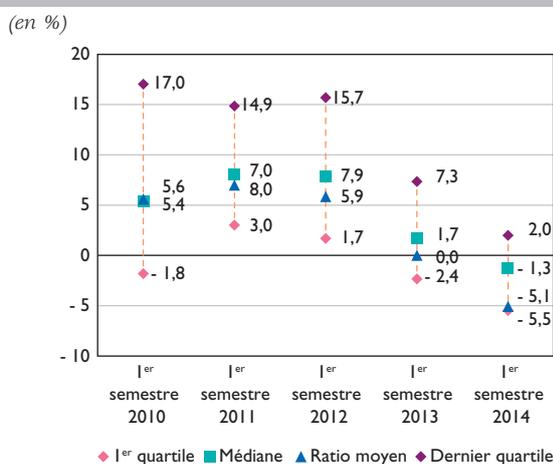
### Les ventes se replient aussi à l'étranger

Le début de l'année 2014 marque une pause dans le processus d'internationalisation des principaux groupes français. La répartition de l'activité entre l'Europe, la zone Amérique et le reste du monde n'a pas évolué par rapport au premier semestre 2013. L'activité reste majoritairement tournée vers l'Europe qui représente 61 % du chiffre d'affaires avec, sur le long terme, une tendance à l'éloignement progressif des marchés (cf. tableau 1).



<sup>1</sup> On peut estimer que ces groupes représentent 60 % du chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble des groupes français établissant des comptes consolidés.

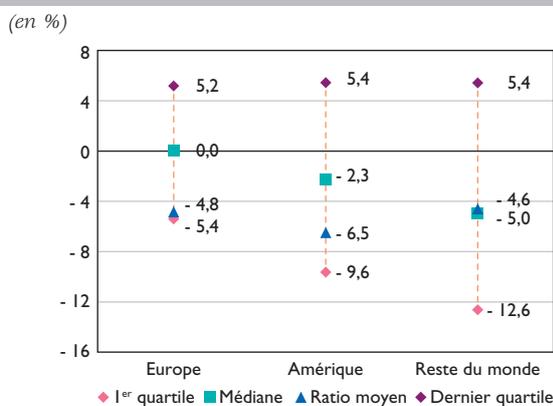
Graphique 2 Variation du chiffre d'affaires



Note : Le recueil de données démarrant en juin 2009, la première variation annuelle du chiffre d'affaires est celle calculée pour le 1<sup>er</sup> semestre 2010.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

Graphique 3 Variation du chiffre d'affaires par zone géographique



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

## ENCADRÉ I

### L'entrée en vigueur des normes IFRS 10, 11 et 12

Au 1<sup>er</sup> janvier 2014 sont entrées en vigueur les normes IFRS 10, 11 et 12. La norme IFRS 10 « États financiers consolidés » donne une définition rénovée du concept de contrôle. IFRS 11 « Partenariats » classe les partenariats en deux catégories, les opérations conjointes et les coentreprises, et supprime l'intégration proportionnelle pour les coentreprises. Enfin, IFRS 12 « Informations à fournir sur les intérêts détenus dans d'autres entités » définit certaines des informations requises dans les comptes consolidés.

Ces normes impliquent des changements de méthodes de consolidation et ont un impact plus ou moins marqué sur les comptes des quatre-vingts groupes. Leur mise en œuvre a entraîné, en particulier, la disparition de la méthode de consolidation dite de l'intégration proportionnelle. La seule méthode applicable est désormais celle de la « mise en équivalence ». Cette restriction implique une baisse du chiffre d'affaires au moment de l'application de la norme, dans la mesure où l'intégration proportionnelle permettait de consolider une partie de l'activité des filiales dans celle du groupe (en proportion du taux de détention du capital de la filiale). Ceci n'est plus le cas dans le cadre de la méthode par « mise en équivalence », qui regroupe sur une ligne unique le résultat des sociétés mises en équivalence. Une petite partie de ce changement de méthode a été prise en compte dans les comptes de fin 2013, puisqu'une douzaine de groupes l'avaient alors d'ores et déjà appliquée par anticipation.

La dynamique de ventes s'affaiblit cependant dans l'ensemble des régions du monde, limitant les effets de compensation qui ont pu jouer, dans le passé, d'une zone géographique à l'autre (cf. graphique 3).

Tableau I Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

(en %)

	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014
Europe	67	66	63	63	61	61
Amérique	13	14	14	15	16	16
Reste du monde	20	20	23	22	23	23
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

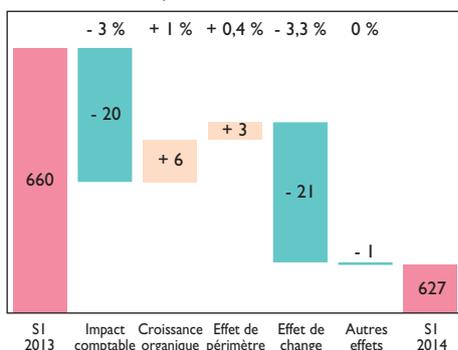
## I | 2 Le poids des effets de change reste déterminant

Sur un an, le chiffre d'affaires semestriel des quatre-vingts principaux groupes français se replie donc de 33 milliards d'euros. En retirant la baisse de 20 milliards d'euros liée à l'effet des normes comptables, les 13 milliards restants se répartissent entre les effets de change, les effets de périmètre et la croissance organique (cf. graphique 4).

Tout d'abord, la dimension internationale des groupes va de pair avec une exposition plus ou moins marquée au risque de change. Au-delà des problèmes quotidiens rencontrés pour assurer une couverture efficace du risque, la conversion en euros des comptes en devises de filiales étrangères au moment de l'arrêté des comptes a un impact sur le chiffre d'affaires consolidé des groupes (lui-même publié en euros de manière quasi systématique<sup>2</sup>). En pratique, cet effet est de nature purement comptable puisque lié au mode de consolidation et à la valorisation des flux des filiales étrangères<sup>3</sup> ; il ne correspond donc pas au coût spécifique de la couverture du risque de change.

**Graphique 4 Décomposition de la variation du chiffre d'affaires des quatre-vingts principaux groupes**  
(premier semestre 2014/premier semestre 2013)

(en milliards d'euros et %)



Note de lecture : les autres effets comprennent notamment les effets liés à l'augmentation des prix des matières premières ainsi que d'autres effets marginaux.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

Les effets de change signalés dans les documents semestriels apparaissent à nouveau défavorables, pesant à hauteur de 3,3 points de pourcentage sur la variation de chiffre d'affaires entre le premier semestre 2013 et le premier semestre 2014. Ces effets peuvent se décliner en deux mouvements distincts : d'une part, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen entre juin 2013 et juin 2014 (respectivement + 5 % et + 6 %) et, d'autre part, la forte chute des devises des pays émergents, dont un grand nombre demeurent un débouché important pour les grands groupes français. Le réal brésilien a notamment chuté de 4 %, la roupie indienne de 5 %, le rouble russe de 7 %, le baht thaïlandais de 9 %, le rand sud-africain de 11 %, la livre turque de 14 % ou encore le peso argentin de 37 %. Alors que cette chute semble s'enrayer progressivement, l'effet de conversion a eu un impact pénalisant dans tous les secteurs d'activité.

## I | 3 Un effet de périmètre légèrement positif

La structure des quatre-vingts groupes n'est pas figée dans le temps. Elle évolue régulièrement en fonction des acquisitions et des cessions de filiales. Année après année, le chiffre d'affaires semestriel intègre donc des changements de périmètre qui reflètent la contribution nette des entités qui entrent et qui sortent du périmètre de consolidation au cours de l'exercice. La plupart des grandes entreprises communiquent sur cette notion, ou fournissent des éléments qui permettent d'en évaluer l'importance.

Trente-cinq groupes ont ainsi mené au premier semestre 2014 une politique de croissance externe dynamique – ciblée notamment sur les pays émergents en expansion – dans le but d'étendre ou de diversifier leurs activités, mais aussi de rechercher et développer des synergies. Parallèlement, ces stratégies se sont accompagnées d'un repositionnement géographique ou sectoriel, qui a amené d'autres groupes, une vingtaine environ, à céder des actifs périphériques et donc à réduire leur périmètre.

Ces effets sont particulièrement concentrés : une seule opération, réalisée dans le secteur de la distribution, compte pour la moitié des effets de périmètre du

2 L'échantillon étudié comprend à présent trois groupes qui publient leurs comptes en dollar des États Unis : ST Microelectronics, CGG et, depuis fin 2013, Total.

3 Ces opérations sont initialement libellés en devises, qu'elles soient réalisées sur un marché hors zone euro, ou que l'usage d'une facturation en devises soit attaché aux produits vendus (cas du pétrole par exemple).

semestre. Le reste se répartit de manière uniforme entre les différents secteurs de l'économie. À l'inverse de ce qui avait été observé au premier semestre 2013 et sur l'ensemble de l'exercice, l'effet de périmètre joue cette fois positivement. Il accroît la variation de chiffre d'affaires de 0,4 point de pourcentage entre le premier semestre 2013 et le premier semestre 2014.

Une fois neutralisés l'impact (négalif) des nouvelles normes comptables, l'effet de change (négalif) et l'effet de périmètre (légèrement positif), la croissance organique des quatre-vingts groupes étudiés s'établit à + 1 %. Elle apparaît donc un peu plus favorable qu'en première analyse, même si elle ne traduit qu'une faible croissance des volumes.

## 2| Les groupes maintiennent globalement leur rentabilité économique

### 2|1 Des situations sectorielles inégales

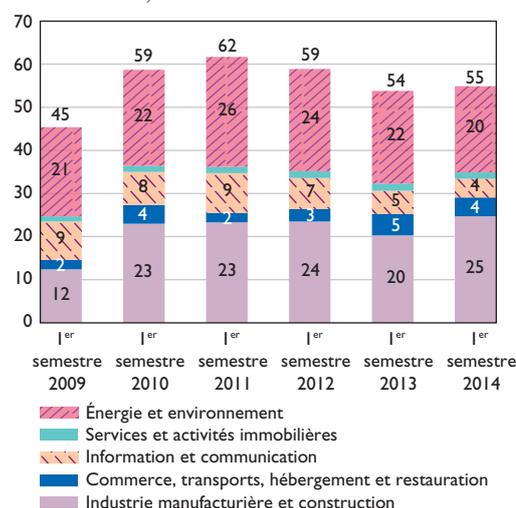
Le résultat opérationnel mesure la performance interne des activités, avant imputation du résultat financier et de l'impôt.

Pour les quatre-vingts groupes sous revue, il représente 55 milliards d'euros à la fin du mois de juin 2014, en hausse de 1 milliard par rapport à juin 2013 (cf. graphique 5). Cette relative stagnation masque en réalité des divergences sectorielles, dues notamment aux dépréciations d'actifs. En effet, si le secteur de l'industrie manufacturière et de la construction voit son résultat opérationnel passer de 20,3 milliards d'euros à 24,7 milliards d'euros (+ 22 %), les autres secteurs connaissent une situation plus difficile. Les groupes de l'énergie-environnement parviennent à contenir la baisse de leur résultat opérationnel à 7 %, mais celle-ci atteint 10 % dans le cas du commerce et 12 % pour les services aux entreprises et les activités immobilières. C'est cependant le secteur de l'information et communication qui connaît la plus forte chute de ses performances, avec une baisse de 21 % de son résultat opérationnel (de 5,4 à 4,3 milliards d'euros, une variation à relier aux difficultés rencontrées par les opérateurs télécoms).

En dépit de la stagnation du résultat opérationnel, le taux de marge opérationnelle, défini comme le rapport

**Graphique 5** Résultat opérationnel par secteur d'activité

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

entre le résultat opérationnel et le chiffre d'affaires, augmente d'un point du fait de la contraction du chiffre d'affaires. Pour l'ensemble des groupes étudiés, il passe ainsi de 8 % à 9 % entre le premier semestre 2013 et le premier semestre 2014.

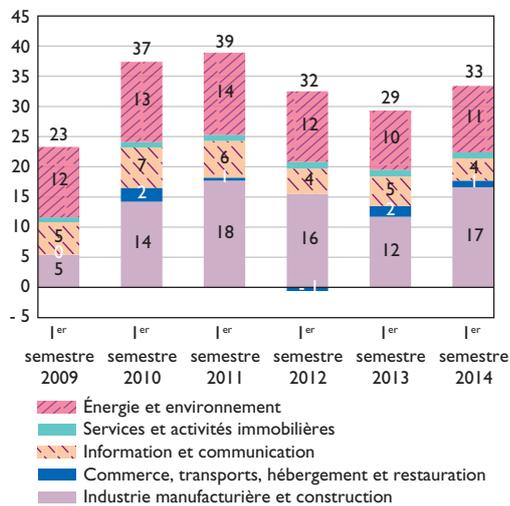
### 2|2 Le résultat net progresse de 14 %

L'évolution du résultat net sur le premier semestre 2014 – indicateur calculé en intégrant au résultat opérationnel les résultats financiers, les résultats des activités en cours de cession et les charges d'impôt – témoigne d'une amélioration de la rentabilité nette des grands groupes, en particulier dans l'industrie et dans l'énergie et l'environnement. C'est la première fois depuis 2011 que cet indicateur se redresse, passant de 29 à 33 milliards d'euros (soit une hausse de 14 %, cf. graphique 6).

La stagnation du résultat opérationnel ne se répercute donc pas directement sur le résultat net des groupes. Ce constat s'explique en partie par la baisse des autres charges qui influent sur la rentabilité finale : assis sur des résultats fiscaux en baisse, les impôts s'allègent notamment de 0,7 milliard d'euros entre les six premiers mois de 2013 et de 2014. De surcroît, l'application de la norme IFRS 5 a ponctuellement généré des produits financiers supplémentaires en incorporant dans le résultat net des groupes un

**Graphique 6 Résultat net par secteur d'activité**

(en milliards d'euros)



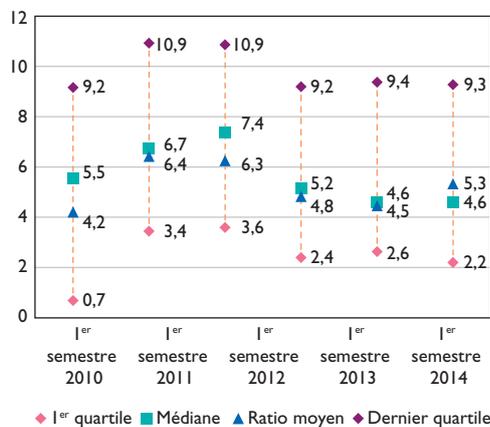
Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

volume croissant d'activités en cours de cession. Ces montants sont dans certains cas significatifs, de l'ordre de plusieurs centaines de millions d'euros.

Marquant un redressement par rapport à la tendance enregistrée au cours des trois dernières années, le taux moyen de marge nette (résultat net sur chiffre d'affaires) progresse, passant de 4,5 % à 5,3 % entre le premier semestre 2013 et le premier semestre 2014. Une analyse plus poussée du taux de marge nette montre cependant qu'il existe une forte hétérogénéité de situations (cf. graphique 7),

**Graphique 7 Taux de marge nette (distribution et ratio moyen)**

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

### 3| Les flux de trésorerie : le financier l'emporte sur l'opérationnel

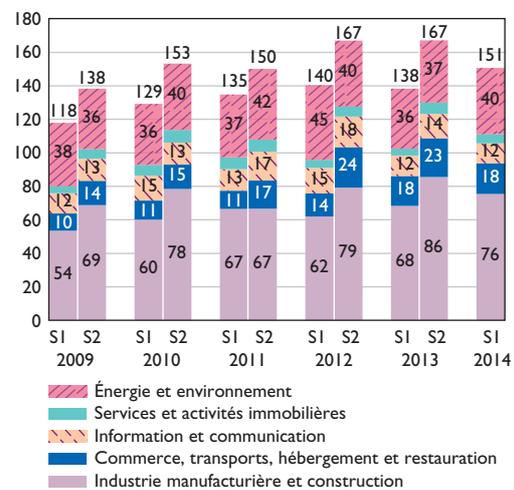
#### 3| I Les groupes renforcent leur trésorerie sans peser sur la rémunération des actionnaires

Fin juin 2014, les grands groupes détiennent une trésorerie cumulée de 151 milliards d'euros (cf. graphique 8). Ce volume de liquidités est le plus élevé jamais constaté à la fin d'un mois de juin sur les six années sous revue. La dynamique d'accumulation est clairement tirée par les secteurs de l'industrie et de l'énergie, dont les encours progressent respectivement de 8 et de 4 milliards d'euros entre juin 2013 et juin 2014. Au total, le volume de la trésorerie disponible des grands groupes s'accroît ainsi de 13 milliards d'euros en un an (+ 9,4 %).

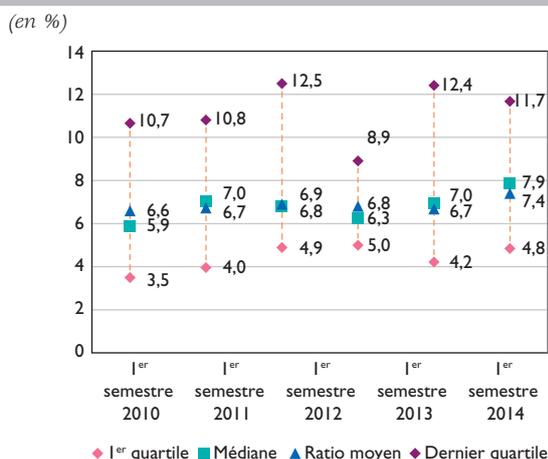
Ce nouvel accroissement des stocks de liquidités entraîne une forte poussée du ratio « trésorerie en clôture sur total de bilan », lequel gagne 0,7 point de pourcentage et passe de 6,7 % à 7,4 % (cf. graphique 9). Le mouvement s'effectue d'ailleurs non sans quelques divergences puisque, si dans la partie basse de la distribution les évolutions sont similaires à l'évolution moyenne (pour le premier quart des groupes étudiés,

**Graphique 8 La trésorerie à la clôture (points annuels de juin et décembre)**

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

**Graphique 9** Part de la trésorerie dans le total du bilan à la clôture.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014.  
Calculs Banque de France, septembre 2014.

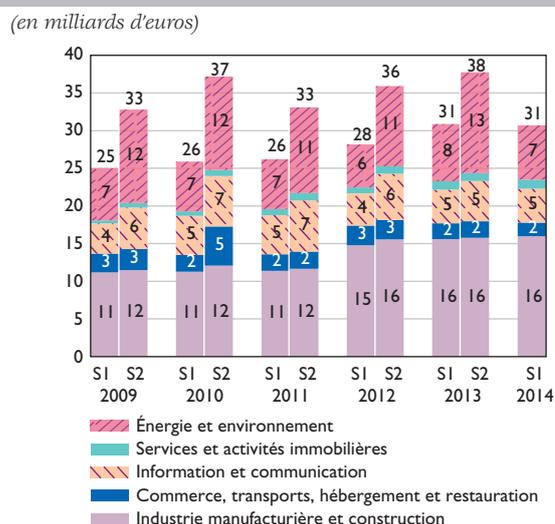
le poids de la trésorerie augmente de 0,6 point, avec une appréciation de près d'un point de la médiane), à l'opposé, le dernier quartile de la population se contracte de 0,7 point.

L'évolution semestrielle met bien en évidence la baisse saisonnière de la trésorerie disponible à la fin d'une année donnée et au milieu de l'année suivante.

La variation régulière de la trésorerie en cours d'année traduit la hausse tendancielle des liquidités des grandes entreprises. En trois ans, les quatre-vingts principaux groupes français ont acquis un surplus de liquidités équivalant à environ six mois de résultat net.

Ce mouvement s'opère sans effet restrictif notable sur la politique de rémunération des actionnaires, avec d'ores et déjà 30,7 milliards d'euros de dividendes versés au 30 juin 2014, l'année 2014 s'annonce comme une nouvelle année record pour les groupes sous revue. En effet, si les documents de référence ne donnent pas d'informations suffisamment fines pour reconstituer les composantes de cet écart, ils permettent néanmoins d'identifier les paiements de dividendes comme étant la principale ponction opérée sur la trésorerie des groupes en première partie d'année (cf. graphique 10). La majeure partie de ces paiements se fait avant le 30 juin, comme le reflètent des taux de paiement effectifs structurellement élevés à cette date <sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Ce taux est mesuré une fois l'année écoulée. Entre 2009 et 2012, il atteint en moyenne 77 %, voire 88 % si l'on exclut l'énergie. Ce dernier secteur est le seul à reporter le paiement d'une part significative des dividendes sur la seconde moitié de l'année, avec un taux de versement effectif au 30 juin de l'ordre de 55 % en moyenne.

**Graphique 10** Cumul des dividendes versés par les grands groupes, en milieu et en fin d'année

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014.  
Calculs Banque de France, septembre 2014.

### 3|2 L'opérationnel contribue moins aux flux de trésorerie

Pour analyser plus avant la variation de l'épargne des grands groupes au cours du premier semestre 2014, il est intéressant d'examiner la structure interne des flux de trésorerie. Celle-ci se répartit entre trois ensembles bien distincts : le flux de trésorerie relié aux activités opérationnelles, le flux relié aux opérations d'investissement et le flux relié aux opérations de financement (détaillés dans les points suivants).

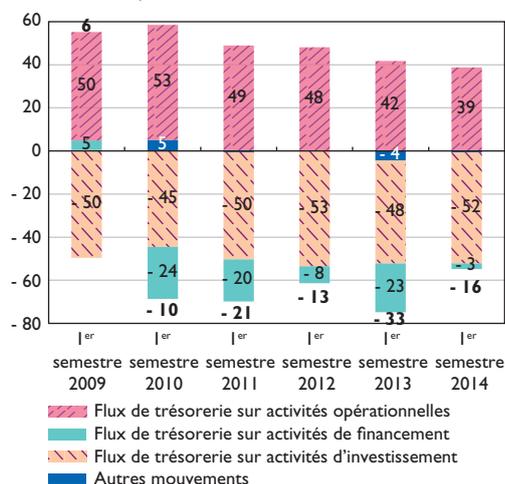
Avec un flux global de - 16 milliards d'euros, la variation du premier semestre 2014 s'inscrit dans la continuité des exercices 2009 à 2013, avec un nouveau repli des flux reliés aux activités opérationnelles des grands groupes et le poids persistant du flux apparent d'investissement (cf. graphique 11).

#### Des flux d'exploitation de plus en plus faibles

Les flux d'exploitation correspondent, selon une approche classique en analyse financière, à la capacité

Graphique 11 Décomposition des flux de trésorerie

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

d'autofinancement dégagée par l'entreprise à la fin d'une période donnée, diminuée de la variation de son besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) sur la même période <sup>5</sup>. Dans un contexte économique incertain, ces flux ont régulièrement baissé en cours de premier semestre entre 2010 et 2013. À la fin juin 2014, ils apparaissent à nouveau en retrait par rapport aux six premiers mois de 2013 (- 7 %, à 38,8 milliards d'euros) <sup>6</sup>.

Ces replis successifs signalent un affaiblissement progressif de la capacité de certains groupes français

à dégager des surplus de richesses dans un cadre purement opérationnel. Depuis 2012, ils traduisent la dégradation plus nette encore de leur capacité d'autofinancement, atténuée en effet, à partir de cette date, par le recul du BFRE (- 7 milliards d'euros par rapport au premier semestre 2013, cf. tableau 2). Si ce recul du BFRE améliore à l'évidence la trésorerie, il n'en répercute pas moins l'orientation défavorable de l'activité. Ceci est particulièrement vrai pour les groupes de l'environnement et de l'énergie, dont les créances de milieu d'année chutent de 20 % en un an (- 15 milliards d'euros) et dont les stocks s'alourdissent de près de 2 milliards.

### Contraction des flux de financement

Les flux de trésorerie issus des activités de financement proviennent pour leur part et à titre principal des transactions sur le capital des entreprises (dividendes, émissions et rachats d'actions), ou relatives à leur endettement financier (émissions, remboursements). Sur les six premiers mois de l'année 2014, ils se contractent nettement pour s'établir à - 2,6 milliards d'euros (contre - 22,6 milliards l'année précédente).

Divers éléments se compensent et gommant l'impact initial des versements de dividendes. D'une part, le début d'année 2014 a été l'occasion pour certains groupes de se financer à travers des augmentations de capital, comme en témoigne l'accroissement des capitaux propres étudié par la suite. D'autre part, les groupes sous revue n'ont pas remboursé ni souscrit d'emprunts massifs depuis le début de l'année.

Tableau 2 Formation et répartition sectorielle du besoin en fonds de roulement d'exploitation

(en milliards d'euros)

	1 <sup>er</sup> semestre 2009	1 <sup>er</sup> semestre 2010	1 <sup>er</sup> semestre 2011	1 <sup>er</sup> semestre 2012	1 <sup>er</sup> semestre 2013	1 <sup>er</sup> semestre 2014
Clients (A)	236,0	245,6	255,8	269,9	269,0	248,7
Fournisseurs (B)	198,4	217,4	221,0	230,7	233,2	220,7
Stocks (C)	138,1	145,8	154,9	163,1	161,4	161,9
<b>Total BFRE (A - B + C)</b>	<b>175,7</b>	<b>174,0</b>	<b>189,8</b>	<b>202,4</b>	<b>197,1</b>	<b>189,9</b>
<b>Répartition sectorielle</b>						
Commerce, transport, hébergement restauration	5,7	2,0	4,8	5,9	4,7	5,1
Énergie et environnement	44,8	47,5	51,9	54,2	56,1	46,7
Industrie manufacturière et construction	128,5	127,0	134,7	144,3	138,1	139,3
Information et communication	- 4,4	- 4,5	- 4,5	- 4,8	- 3,7	- 3,2
Services et activités immobilières	1,1	2,0	2,9	2,8	1,9	2,1

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

<sup>5</sup> Le BFRE représente le volume de financement nécessaire, de façon permanente, à l'activité courante de l'entreprise.

<sup>6</sup> Au total, le flux opérationnel généré par l'activité des grands groupes en première partie d'année aura reculé de 27 % en quatre ans.

## L'investissement des groupes stabilisé grâce aux acquisitions financières

Pour mémoire, les documents publiés ventilent le flux d'investissement entre cinq composantes :

- les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les acquisitions d'immobilisations financières ;
- les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les cessions d'immobilisations financières ;
- les « autres variations », qui retracent en solde net des opérations pour lesquelles le classement entre les quatre rubriques précédentes n'est pas publié.

Pour le premier semestre 2014, cet ensemble forme un flux global d'investissement de 51,5 milliards d'euros (cf. graphique 12). En augmentation de près de 4 milliards d'euros (+ 8 %) par rapport à la même période en 2013, il traduit l'incorporation à l'actif

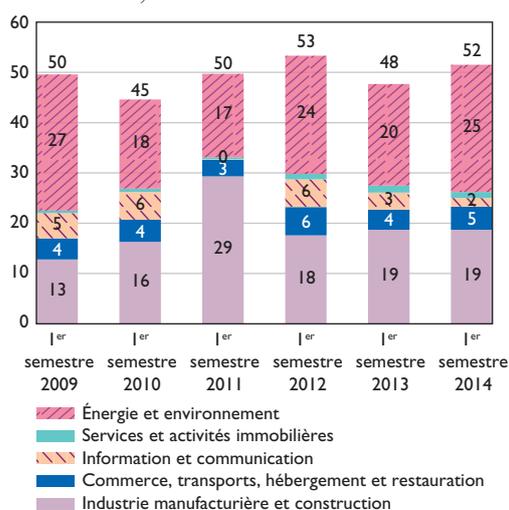
immobilisé des grands groupes d'une partie de leurs surplus de liquidités. C'est tout particulièrement le cas dans l'énergie et l'environnement (dont les dépenses croissent de 25 % par rapport au premier semestre 2013), mais aussi dans l'industrie (flux stable à 19 milliards d'euros) et le commerce (flux en hausse de 1 milliard d'euros par rapport à 2013) <sup>7</sup>.

Ce flux d'investissement ne s'oriente cependant pas à proprement parler vers les capacités de production des groupes (immobilisations corporelles). Il apparaît au contraire fortement conditionné aux réagencements de périmètres opérés en début d'année, à la suite principalement des prises et cessions de participations au capital de cibles existantes. Une partie importante de ces flux sur immobilisations financières se trouve reprise en 2014 dans le poste des « autres variations d'investissements », avec des dépenses de 10,3 milliards d'euros, en hausse de 9 milliards par rapport à fin juin 2013 (cf. graphique 13). À lui seul un groupe du secteur « énergie et environnement » inscrit un solde net de - 7 milliards d'euros au titre d'une variation globale de ses actifs financiers, soit 68 % du poste des « autres variations ».

En cumul, les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles se replient d'environ 4,5 milliards d'euros, pour un niveau de cessions

**Graphique 12 Flux d'investissement par secteur d'activité**

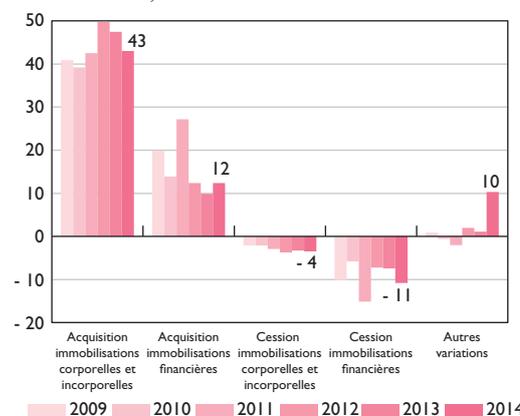
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

**Graphique 13 Décomposition des flux de trésorerie sur activités d'investissement au premier semestre 2014**

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

<sup>7</sup> En définitive, seuls les groupes de l'information-communication connaissent une situation réellement différente, avec un repli marqué des investissements sur la période récente (près de 50 % sur un an, voire de 70 % par rapport à 2012).

relativement stable, avec une tendance des groupes à investir dans d'autres sociétés à travers une politique de croissance externe.

Cette absence de reprise de l'investissement productif des principaux groupes semble traduire un comportement attentiste de la part des grandes entreprises, face à une conjoncture économique incertaine.

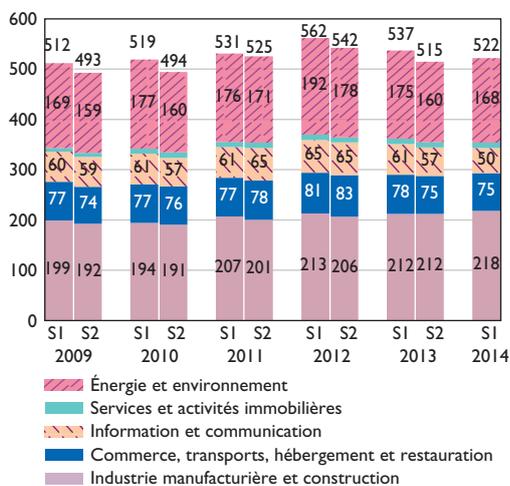
## 4 | Les groupes continuent de consolider leur structure financière

### 4 | I Un désendettement net de 15 milliards d'euros en un an

Dans le prolongement des premier et second semestres 2013, les grands groupes français poursuivent leur politique de désendettement au cours du premier semestre 2014. Au total, entre le 30 juin 2013 et le 30 juin 2014, les encours de dettes financières au sens large se contractent de 15 milliards d'euros (- 2,8 %), prolongeant la séquence engagée depuis le courant de l'année 2012 dans les secteurs de l'énergie-environnement, du commerce et de l'information-communication (cf. graphique 14).

Graphique 14 L'endettement financier des grands groupes français (2009-2014)

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

Ce désendettement concerne un peu plus de la moitié des groupes sous revue (43), pour un flux net cumulé de - 41,5 milliards d'euros. Pour les autres, notamment dans l'industrie, les stratégies d'investissement financier entraînent un positionnement contraire, avec un flux d'endettement net de + 26,5 milliards d'euros.

Les grands acteurs de l'énergie se placent dans cette configuration, introduisant au passage une vraie nouveauté sur le marché français de la dette. En effet, avec le lancement des premiers placements d'ampleur d'obligations « vertes », les deux principaux groupes énergétiques français ont d'ores et déjà levé

ENCADRÉ 2

### Les grands groupes se lancent sur le marché des « green bonds »

L'objet d'une obligation « verte » (green bond) est de financer des investissements bénéfiques au plan environnemental, ou de nature à réduire la vulnérabilité aux aléas climatiques et écologiques. Pour l'émetteur, ce type de support permet de diversifier sa base de financement, en touchant des acteurs dont les choix d'investissements sont guidés par la prise en compte de critères environnementaux et sociaux. Ce développement s'inscrit de plain-pied dans la démarche de responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) des entreprises, telle qu'elle émerge un peu plus chaque jour dans le débat économique. Il n'en est cependant qu'à ses prémices : jusqu'ici cantonné à des programmes pilotés par la Banque mondiale ou la Banque européenne d'investissement, le marché mondial des « green bonds » a représenté 4,5 milliards d'euros en 2012. Il s'ouvre aujourd'hui aux grandes entreprises, essentiellement dans le secteur de l'énergie non pétrolière. Les spécialistes anticipent une poursuite exponentielle de ce développement, avec des volumes cibles de l'ordre de 20 milliards d'euros en 2014, voire 100 milliards à l'horizon 2016.

En France, le tournant de l'année 2013-2014 s'inscrit d'ores et déjà dans cette perspective, sous l'impulsion des deux grands acteurs énergétiques hexagonaux. Une première émission (EDF) a été réalisée en novembre 2013 pour 1,4 milliard d'euros à sept ans et demi. En mai 2014, une seconde émission importante de green bonds a eu lieu (GDF-Suez) pour une levée totale de 2,5 milliards d'euros. Ces émissions servent à financer des champs éoliens, des installations de méthanisation ou encore des projets d'efficacité énergétique (systèmes de contrôle de consommation à distance, centrales biomasse peu polluantes).

près de 4 milliards d'euros de ressources entre les mois de novembre 2013 et de mai 2014 (cf. encadré 2).

## 4|2 L'impact des cessions d'activités et celui du réaménagement de la dette

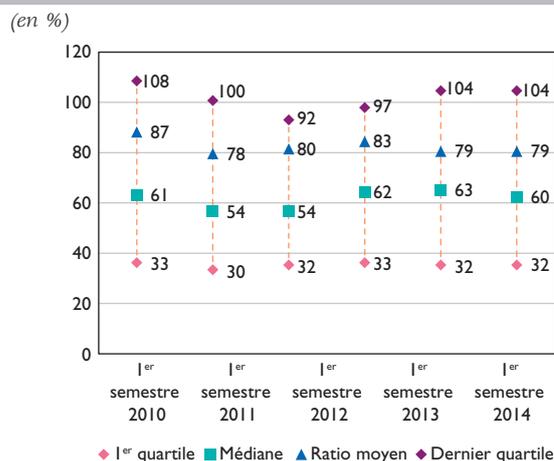
En valeur, une part importante du recul des dettes financières mesuré depuis le mois de juin 2013 (soit la moitié environ) provient de variations de change et de périmètre, pour un nombre cependant limité d'acteurs. Ces changements ont un impact direct sur l'endettement des groupes lorsque le transfert d'un segment d'activité en dehors du périmètre de consolidation s'accompagne de la sortie définitive des comptes consolidés des dettes afférentes. L'effet est aussi indirect lorsque l'entreprise choisit de consacrer le produit des cessions d'actifs à l'allègement de sa dépendance financière.

Pour le reste, de nombreux groupes continuent de profiter de la qualité de leur notation – laquelle reste solide comme en témoigne globalement le maintien de cotes de crédit favorables – mais aussi d'un environnement de marché toujours porteur, pour optimiser la maturité et le coût de leur endettement. Les grands groupes ont ainsi levé des fonds importants sur les marchés de capitaux au premier semestre 2014 dans le but de rembourser des souches plus anciennes, voire de réduire leurs lignes de crédits mobilisés. Ces opérations sont en principe neutres sur le niveau d'endettement externe.

Une part non négligeable des levées de fonds continue par ailleurs de prendre la forme d'émissions de titres subordonnés perpétuels (dits aussi à durée indéterminée, TSDI), un choix de support qui, s'il réduit de fait le poids de l'endettement dans le total des ressources financières, ne réduit pas pour autant l'appel aux ressources externes à l'entreprise<sup>8</sup>. Cantonné à quelques très grands acteurs, ce type de support procure un financement stable, pour des volumes importants ; par le biais de leurs émissions de TSDI, trois groupes ont par exemple reclassé dans leurs fonds propres quelque 6 milliards d'euros d'endettement financier.

La tendance actuelle à la baisse de l'endettement des groupes doit donc être relativisée, puisqu'en partie déterminée, par des opérations de réingénierie

**Graphique 15 Principaux paramètres de distribution du ratio dettes financières sur capitaux propres**



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014.  
Calculs : Banque de France, septembre 2014.

financière pure. Ces dernières concourent indéniablement à renforcer la structure financière des groupes, comme en atteste le maintien depuis juin 2013 d'un ratio « dettes financières sur capitaux propres » inférieur à 80 % (cf. graphique 15).

## 4|3 Niveau record des capitaux propres

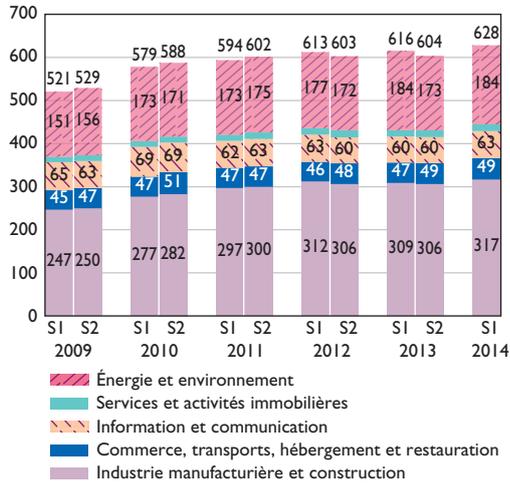
En cohérence avec ce qui précède, le niveau de capitaux propres des groupes sous revue augmente, pour atteindre 628 milliards d'euros à la mi-2014, soit le maximum observé depuis 2009 (cf. graphique 16). Si une pause avait semblé se dessiner entre la fin des années 2012 et 2013, les derniers points semestriels marquent la reprise du mouvement ascendant observé entre 2009 et 2012. Sur un an, les capitaux propres progressent désormais de 12 milliards d'euros, dont 8 milliards pour le seul secteur de l'industrie.

D'importantes augmentations de capital ont été menées avec succès tout au long du second semestre 2013 et du premier semestre 2014, soutenant la hausse des fonds propres. Il est vrai qu'une partie de ces opérations résulte du renforcement des quasi-fonds propres (TSDI), de l'incorporation de comptes courants ou de conversions d'obligations en actions. Toutefois, l'essentiel des augmentations de capital indiquées

<sup>8</sup> En application des normes IFRS (IAS 32), les TSDI, qui n'ont pas de maturité définie et dont le règlement des coupons est reportable à la main de l'émetteur, sont comptabilisés en quasi-fonds propres.

**Graphique 16 Capitaux propres part du groupe (2009-2014)**

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

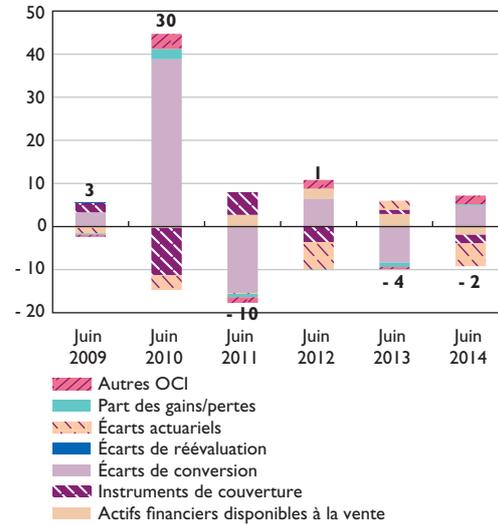
dans les documents de référence des grands émetteurs depuis le deuxième semestre 2013 repose sur l'appel direct aux actionnaires, que ce soit par émission d'actions nouvelles (publiques ou réservées à certaines catégories d'actionnaires) ou par mise en paiement de dividendes sous la forme de titres de capital.

L'impact des autres éléments du résultat global ou *other comprehensive income* (OCI) sur les capitaux propres reste modéré <sup>9</sup>, à hauteur de - 2 milliards d'euros (cf. graphique 17). La variance des OCI dépend en effet de variables exogènes à forte volatilité, telles que le taux de change ou les stratégies de couverture opérationnelle des risques <sup>10</sup>. La rapidité de mouvement de ces variables entraîne ainsi des phénomènes de lissage abrupts dès lors que l'on change de norme temporelle, à l'année ou au semestre. L'analyse des flux d'OCI du premier semestre ne montre pas pour sa part d'évolution marquante entre 2013 et 2014, même si la composition en est radicalement différente.

Le dynamisme des émissions de titres de capital, modérément influencé par l'imputation comptable des autres éléments du résultat global, conforte le niveau élevé de couverture de l'actif économique

**Graphique 17 Décomposition des flux d'OCI à fin juin, de 2009 à 2014**

(en milliards d'euros)



Note : les other comprehensive income ou OCI correspondent aux autres éléments du résultat global. Il s'agit de l'ensemble des produits et charges comptables qui n'entrent pas dans le calcul du résultat net et sont sans impact sur la trésorerie. Ils sont imputés directement sur les capitaux propres.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

des quatre-vingts groupes (immobilisations + besoin en fonds de roulement) par leurs ressources en fonds propres (cf. graphique 18). Fin juin 2014, cette couverture atteint en moyenne 33,1 % (en hausse de 0,8 point sur un an), tandis qu'un groupe sur deux présente un ratio de fonds propres supérieur ou égal à 42 % (+ 2 points en un an). Dans le même temps, les titres qui matérialisent la propriété de ces fonds sont toujours très bien valorisés en bourse, la capitalisation boursière atteignant quelque 1 193 milliards d'euros. Elle augmente de 7 % par rapport à décembre 2013, de même que l'ensemble des quartiles de la distribution du ratio de capitalisation boursière depuis juin 2013 (cf. graphique 19).

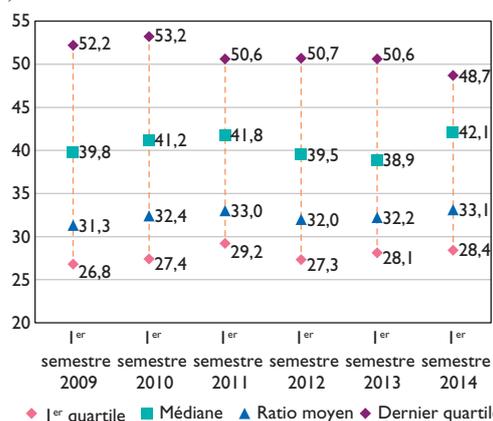
Face aux incertitudes de la conjoncture mondiale, les grands groupes ont donc joué la carte du maintien d'une structure financière solide, appuyée sur une gestion active des éléments du passif, pour attirer les capitaux disponibles et soutenir les cours de leurs actions.

<sup>9</sup> Contrairement au 2<sup>e</sup> semestre 2013 où il atteignait - 13 milliards. Cf. « La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », Carlino L., Dairay G., Mangin C. et Servant F., Bulletin de la Banque de France n° 196, juin 2014.

<sup>10</sup> La couverture des risques fait entrer en ligne de compte un nombre élevé de paramètres, comme le choix du type d'instrument, l'impact des variations de taux de rendement des actifs de référence dans la valorisation des écarts actuariels, la présence ou non d'opérations exceptionnelles au cours d'une période (cessions ou constatations de pertes etc.).

**Graphique 18 Principaux paramètres de distribution du ratio capitaux propres sur total de bilan, de 2009 à 2014**

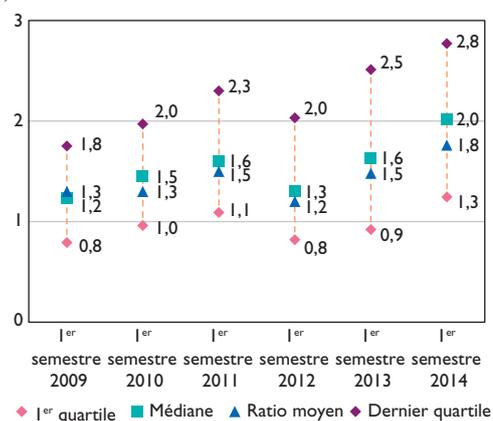
(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

**Graphique 19 Principaux paramètres de distribution du ratio capitalisation boursière sur capitaux propres, de 2009 à 2014**

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, juillet-août 2014. Calculs Banque de France, septembre 2014.

## Annexes

### I | Méthodologie

L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant publié des comptes semestriels au 30 juin 2014, et appartenant au compartiment A d'Euronext (capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros). Il faut, en outre, que ces entreprises respectent ce critère depuis au moins deux exercices. L'échantillon comporte ainsi quatre-vingts groupes.

Les comptes semestriels consolidés de 2009 à 2014 sont pris en compte et les groupes sont répartis selon les secteurs suivants :

Groupes pris en compte	
Énergie et environnement	Areva, EDF, GDF-Suez, Maurel & Prom, Suez Environnement, Total, Veolia Environnement
Industrie manufacturière et construction	Airbus group (ex-EADS), Air Liquide, Alcatel Lucent, Arkema, Bic, bioMérieux, Bouygues, CGG, Ciments Français, Danone, Dassault Aviation, Eramet, Essilor, Eurofins, Groupe Bel, Hermès, Imerys, Ingenico, Ipsen, Legrand, L'Oréal, Lafarge, LVMH, Michelin, Nexans, Peugeot SA, Plastic Omnium, Renault, Safran, Sartorius Sted, SEB, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, STMicroelectronics, Somfy, Thales, Valeo, Vallourec, Vicat, Vinci, Virbac
Commerce, transports, hébergement et restauration	Accor, ADP, Air France - KLM, Bolloré, Carrefour, CFAO, Eiffage, Eurotunnel, Kering (ex-PPR), Orpéa, Rallye, Rexel, Rubis
Information et communication	Atos, Capgemini, Dassault Systèmes, Orange, Gemalto, Iliad, Ipsos, Lagardère, Métropole TV, Vivendi
Services et activités immobilières	Bourbon, Bureau Veritas, Edenred, Havas <sup>a)</sup> , JCDecaux, Nexity, Publicis, Technip, Téléperformance

a) Havas, présent dans notre échantillon de 2009 à 2012, est consolidé au sein du groupe Bolloré à partir de 2013.

L'échantillon ne prend pas en compte les groupes suivants :

- groupes dont les actionnaires majoritaires ne sont pas français ou ne réalisant qu'une part non significative de leur activité en France : ArcelorMittal, Schlumberger ;
- établissements financiers et assimilés : AXA, BNP Paribas, CIC, CNP, Crédit Agricole, Euler Hermès, Eurazéo, Natixis, NYSE Euronext, Scor SE, Société Générale ;
- groupes n'arrêtant pas leurs comptes au 31 décembre : Alstom, Eutelsat Communications, Neopost, Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Sodexo, Vilmorin & Cie, Zodiac Aerospace ;
- sociétés foncières : Altarea, FDL, Foncières des murs, Foncière des régions, Foncière lyonnaise, Gecina Nom., Icade, Klépierre, Mercialis, Silic, Unibail-Rodamco ;
- groupes déjà consolidés dans un autre groupe ou fonds d'investissement : APRR, Cambodge Nom., Casino Guichard, Christian Dior, Colas, Faurecia, Financière de l'Odet, Havas (à partir de 2013).

## 2| Données analysées

Les principaux postes faisant l'objet d'analyse pour les données des quatre-vingts groupes retenus pour l'échantillon 2014.

### INFORMATIONS GÉNÉRALES

Nom de l'établissement  
N° SIREN  
Code NACE de l'activité principale

### COMPTE DE RÉSULTAT

Chiffre d'affaires  
*Dont chiffre d'affaires en France*  
*Dont chiffre d'affaires par zone géographique*  
*(Europe, Amérique, reste du monde)*

EBITDA  
Résultat opérationnel  
Résultat opérationnel courant  
Résultat net

### RÉSULTAT GLOBAL

Variation des écarts de conversion  
Actifs financiers disponibles à la vente  
Couvertures des flux de trésorerie  
Variation du surplus de réévaluation  
Gains (pertes) actuariel(le)s  
Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux propres des entreprises mises en équivalence  
Autres  
Résultat global

### BILAN

*Goodwill* – Valeur brute  
*Goodwill* – Valeur nette  
Autres immobilisations incorporelles  
Immobilisations corporelles  
Stocks  
Créances clients  
Total des actifs (courant et non courant)  
Total des dettes financières  
*Dont dettes obligataires*  
Intérêts minoritaires  
Capitaux propres  
Dettes fournisseurs  
Total du passif (courant et non courant)

### VARIATION DES CAPITAUX PROPRES

Variation du capital social  
Dividendes versées (part groupe + part minoritaire)  
Écart de conversion  
Écarts sur instruments financiers  
Réévaluations des autres actifs  
Pertes et gains actuariels  
Mise en équivalence d'entreprise

### FLUX DE TRÉSORERIE

Flux de trésorerie sur activités opérationnelles  
Flux de trésorerie sur activités d'investissement

- acquisitions immobilisations corporelles et incorporelles
- acquisitions immobilisations financières
- cessions d'immobilisation corporelles et incorporelles
- cessions d'immobilisation financières
- autre(s) variation(s)

Flux de trésorerie sur activités de financement  
Variation de trésorerie nette  
Trésorerie nette à la clôture

### MONTANT DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE



# Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse

---

**Laurent CARLINO et Dominique LEFILLIATRE**

*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

*L'activité des entreprises françaises continue sa décélération en 2013, que ce soit sur le marché intérieur ou à l'exportation. Toutes les tailles d'entreprises sont touchées par ce ralentissement, ainsi que la quasi-totalité des secteurs de l'économie. Cependant, du fait de la diminution des consommations intermédiaires, en particulier dans les grandes entreprises, la valeur ajoutée retrouve une progression significative (+ 2,6 %).*

*Après prise en compte des charges de personnel, les marges cessent de s'éroder, ce qui permet au taux d'épargne et au taux d'autofinancement d'afficher une timide reprise.*

*La structure financière des entreprises reste solide, d'autant que le poids des capitaux propres s'accroît légèrement, notamment dans l'industrie manufacturière et les transports.*

*Face à une moindre pression des besoins en fonds de roulement (BFR) et de l'investissement, l'endettement financier varie peu dans toutes les tailles d'entreprises, voire régresse dans les plus grandes entités. En conséquence, le taux d'endettement se contracte sensiblement, sauf dans la construction et l'hébergement-restauration. On assiste parallèlement à la poursuite de la substitution de la dette bancaire par le financement obligataire.*

*La trésorerie nette continue de progresser, mais à un rythme inférieur à celui de 2012, tandis que la capacité d'endettement, globalement stable, se renforce dans les PME.*

*Résultat du tassement de l'endettement et de conditions de crédit plus favorables, le coût de la dette tend plutôt à s'alléger.*

Mots clés : activité, rentabilité, endettement, investissement, groupes, PME, ETI

Codes JEL : E22, G30, G33, L23, L25

## I | La rentabilité augmente alors que l'activité ralentit

### I | I Une croissance du chiffre d'affaires affaiblie par un dynamisme limité des grandes entreprises

Avec un taux de croissance annuelle de 0,7 % en valeur, la progression du chiffre d'affaires (CA) des entreprises en France marque le pas en 2013 et confirme le ralentissement de l'activité du tissu productif français observé depuis trois ans (cf. tableau 1). Les grandes entreprises (GE) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) sont les plus touchées, avec respectivement des hausses de + 0,2 % et + 0,6 % de leur CA. Les petites et moyennes entreprises (PME) sont un peu moins affectées par cet affaiblissement, et leur CA progresse de 1,8 % en rythme annuel.

Au niveau sectoriel, l'industrie manufacturière est le seul secteur à enregistrer un recul de son activité (- 1,5 %). Si les autres secteurs présentent une évolution positive, celle-ci ne dépasse pas 1,6 % pour la plupart et reste bien en deçà des taux affichés

en 2012. Seul le secteur de l'information et de la communication affiche un véritable rebond de son CA (+ 4,5 %), après un trou d'air en 2012.

### I | 2 L'activité internationale stagne

À l'instar de l'activité globale des entreprises, le chiffre d'affaires à l'étranger ralentit sur trois ans (cf. tableau 1) et sa croissance atteint seulement 0,1 %. Ceci illustre le fait qu'en 2013, contrairement aux années précédentes, l'activité internationale des entreprises françaises s'est ralentie, avec un taux de croissance plus faible encore que sur le marché intérieur.

Conséquence de la décélération du commerce mondial, le ralentissement des exportations françaises en 2013 affecte toutes les tailles d'entreprises. Si les PME bénéficient d'un CA à l'étranger encore très dynamique (+ 3,6 % par rapport à 2012), les entreprises de plus grande taille voient leur activité internationale reculer de 0,4 % pour les GE et de 0,3 % pour les ETI (contre + 2,6 % et + 3,5 % en 2012 pour ces catégories d'entreprises).

Tableau 1 Évolution de l'activité

(en %)

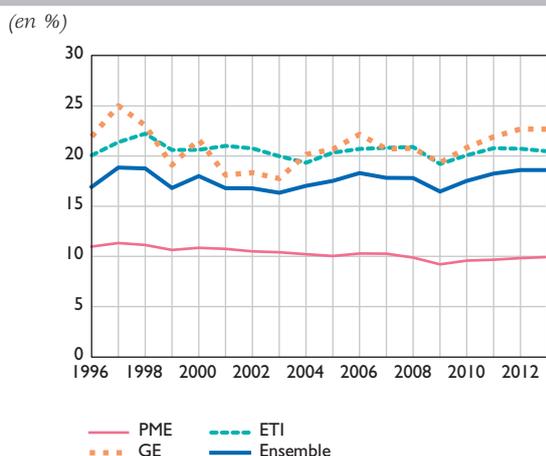
	Chiffre d'affaires			Dont exportations			Valeur ajoutée			Excédent brut d'exploitation		
	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012
PME	7,9	2,8	1,8	13,8	4,7	3,6	5,7	2,0	1,6	5,8	- 4,7	0,1
ETI	8,3	3,3	0,6	12,1	3,5	- 0,3	4,6	1,6	1,1	2,1	- 4,3	- 1,3
GE	7,3	1,5	0,2	13,0	2,6	- 0,4	3,5	- 1,8	4,4	0,5	- 13,3	13,7
<b>Total</b>	<b>7,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>12,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>- 8,1</b>	<b>5,1</b>
Dont principaux secteurs :												
Industrie manufacturière	9,4	0,0	- 1,5	14,0	0,1	0,1	2,8	- 3,4	4,3	- 2,6	- 26,8	16,4
Énergie, eau et déchets	1,7	6,0	0,3	19,7	21,9	- 3,3	- 1,2	4,1	3,3	- 3,8	12,3	4,6
Construction	5,9	1,8	1,3	- 5,5	- 24,4	- 4,9	4,1	- 0,4	1,1	1,8	- 14,2	- 0,4
Commerce	7,6	2,7	1,6	15,5	3,3	0,3	4,1	1,3	1,1	2,6	- 4,6	- 2,3
Transports et entreposage	6,6	3,9	1,2	6,6	7,5	3,6	3,4	3,1	0,4	4,6	1,3	1,2
Information et communication	13,6	0,6	4,5	6,2	19,7	5,4	11,6	0,3	7,9	16,3	- 6,3	16,0
Soutien aux entreprises	7,1	3,1	1,2	- 0,5	19,3	- 1,5	7,5	1,1	0,8	2,8	- 0,9	- 1,9
Enseignement, santé et action sociale	6,2	6,5	4,8	26,8	- 3,5	- 12,7	6,1	6,1	4,9	2,4	5,8	9,4

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la Loi de modernisation de l'économie (LME).

Note de lecture : Les variations sont calculées sur un échantillon d'entreprises dont les bilans sont présents dans la base de données FIBEN pour deux exercices consécutifs (population cylindrique). Les entrées et sorties de l'échantillon dues à des absorptions, des défaillances ou des créations ne sont pas prises en compte. La taille et le secteur retenus sont ceux de l'année N-1, quelle que soit la situation de l'entreprise pour l'année N (par exemple, on retient la taille et le secteur de 2012 lorsqu'on compare 2013 à 2012, et celle de 2011 lorsqu'on compare 2012 à 2011).

On pourra se référer aux annexes 1 et 2 pour plus de détail sur la base FIBEN et la définition des tailles d'entreprises selon les critères de la LME. On pourra se référer à l'annexe 5 pour l'ensemble des données sectorielles de l'étude (graphiques).

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique 1 Part des exportations dans le chiffre d'affaires**

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires lié aux exportations est observé dans tous les secteurs, mais il apparaît contrasté. En effet, seuls quelques secteurs voient leurs exportations augmenter (commerce + 0,3 %, transport + 3,6 %, information et communication + 5,4 %) (cf. graphique A de l'annexe 5).

*In fine*, la part des exportations dans le chiffre d'affaires s'établit en 2013, comme en 2012, à 18,6 % (cf. graphique 1). Alors que ce taux diminue très

légèrement pour les ETI, il reste stable pour les grandes entreprises et augmente faiblement pour les PME.

### I | 3 La valeur ajoutée rebondit sous l'effet d'un reflux des coûts de production dans les grandes entreprises

Malgré le ralentissement de l'activité au cours de l'exercice 2013, la valeur ajoutée a interrompu son repli (cf. tableau 2) et bénéficie de la bonne maîtrise des consommations intermédiaires.

De fait, les coûts de production diminuent pour la première fois en 2013 (- 0,1 %). Cela s'explique d'une part par la faiblesse de la demande interne qui a permis de contenir les coûts de consommation des marchandises (+ 1,9 %) et d'autre part par une franche diminution des achats de matières premières (- 3,3 %). Les autres achats et charges externes diminuent également, mais dans une proportion plus limitée (- 0,2 %). Le repli des coûts de production ainsi observé est attribuable aux grandes entreprises (- 1,4 %) ; *a contrario*, son accroissement s'est poursuivi, mais à un rythme moins rapide, pour les PME et ETI.

La croissance de la valeur ajoutée est positive dans l'ensemble des secteurs de l'économie française.

**Tableau 2 Évolution des coûts de production**

(en %)

		Production et vente de marchandises	Coûts de production totaux	Achats de marchandises	Achats de matières premières	Autres achats et charges externes	Valeur ajoutée	Charges de personnel
PME	2011/2010	8,0	9,0	8,5	12,9	7,7	5,7	5,7
	2012/2011	2,6	2,9	2,9	1,9	3,6	2,0	3,8
	2013/2012	1,6	1,6	1,6	0,5	2,2	1,6	1,9
ETI	2011/2010	8,8	9,9	11,0	13,7	5,4	4,6	5,6
	2012/2011	2,5	3,6	2,1	0,7	8,4	1,6	3,3
	2013/2012	0,3	0,3	1,2	- 1,3	0,2	1,1	1,8
GE	2011/2010	7,8	8,9	9,2	13,1	5,9	3,5	5,0
	2012/2011	1,4	2,4	2,5	2,5	2,2	- 1,8	1,8
	2013/2012	- 0,5	- 1,4	2,9	- 6,0	- 1,6	4,4	1,1
<b>Total</b>	2011/2010	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>13,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>
	2012/2011	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,9</b>
	2013/2012	<b>0,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>- 3,3</b>	<b>- 0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Note de lecture : cf. tableau 1. Les autres achats et charges externes sont retraités des charges de personnel extérieur et des charges de crédit-bail.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Le secteur de l'information et communication connaît la plus forte hausse (+ 7,9 %), suivi de l'enseignement, santé et action sociale (+ 4,9 %) et enfin de l'industrie manufacturière (+ 4,3 %) (cf. tableau 1). Bien que positive, la croissance de la valeur ajoutée de certains secteurs est en retrait par rapport à l'exercice 2013. C'est notamment le cas des secteurs du transport et de l'énergie. À l'opposé, d'autres secteurs affichent une accélération de la croissance de leur valeur ajoutée, au premier rang desquels l'industrie manufacturière.

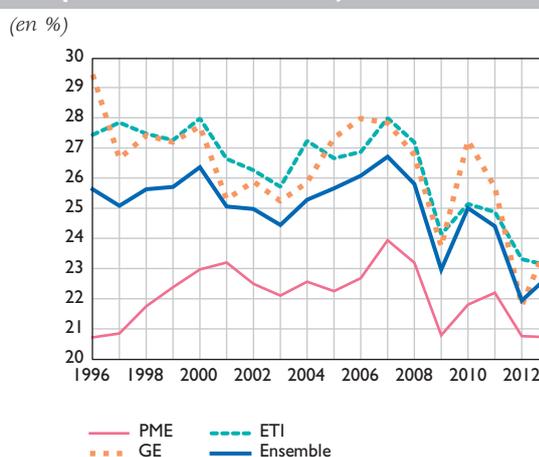
## I | 4 Les marges d'exploitation se renforcent

L'excédent brut d'exploitation (EBE) augmente en 2013 (+ 5,1 %) après avoir fortement régressé en 2012 (- 8,1 %), de sorte que le taux de marge (rapport de l'EBE à la valeur ajoutée) a entamé un timide rebond à 22,7 % contre 21,9 % en 2012 (cf. graphique 2). Il reste néanmoins très largement inférieur à son niveau d'avant-crise (26,7 % en 2007).

Par rapport à l'exercice 2012, le taux de marge des PME se stabilise et fléchit légèrement pour les ETI. En revanche, le taux de marge des grandes entreprises augmente de 21,8 % à 23,9 % entre 2012 et 2013.

Alors qu'en 2012 le ralentissement de l'activité était couplé à une progression très importante des charges de personnel, conduisant à une compression des marges, l'amélioration du taux de marge en 2013 est à mettre au compte de la hausse de la valeur ajoutée,

**Graphique 2 Taux de marge : excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée**



due notamment à la diminution des consommations intermédiaires (cf. tableau 3 et graphique 3). À cela s'ajoute le tassement des charges de personnel, qui n'augmentent que de 1,6 %, en liaison avec la très faible augmentation des cotisations sociales (+ 0,5 % en 2013, contre + 4,1 % en 2012) et, dans une moindre mesure, le ralentissement de la croissance des salaires et traitement à + 2 %. Ceci a pour conséquence de faire fortement rebondir l'EBE, qui croît de + 5,1 % entre 2012 et 2013 (après un recul de - 8,1 % entre 2011 et 2012).

Autre indicateur de rentabilité, le taux de marge brute d'exploitation (TMBE, calculé comme le rapport de l'EBE au chiffre d'affaires) progresse légèrement de 5,8 % en 2012, à 6,1 % en 2013 (cf. graphique 4).

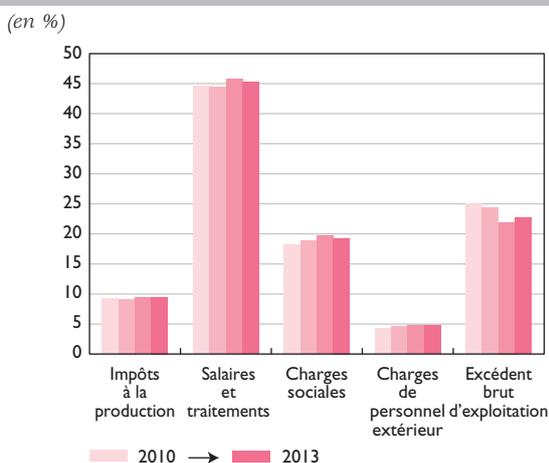
**Tableau 3 De la valeur ajoutée à l'excédent brut d'exploitation (EBE)**

(évolution en %)

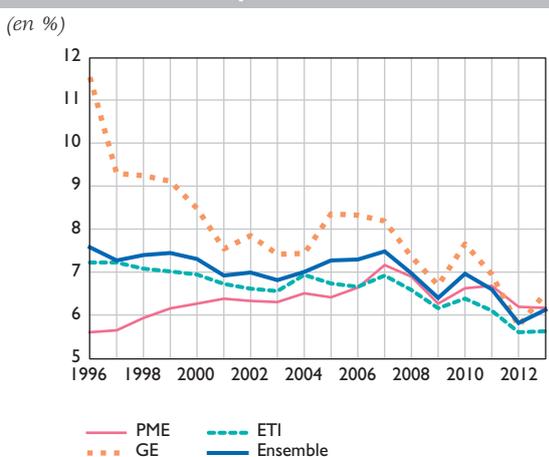
	PME			ETI			GE			Ensemble des entreprises		
	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012	2011 /2010	2012 /2011	2013 /2012
Valeur ajoutée	5,7	2,0	1,6	4,6	1,6	1,1	3,5	- 1,8	4,4	4,5	0,3	2,6
Charges de personnel	5,7	3,8	1,9	5,6	3,3	1,8	5,0	1,8	1,1	5,4	2,9	1,6
dont salaires et traitement	4,6	3,5	2,6	4,0	3,1	2,4	2,3	0,9	1,1	3,5	2,4	2,0
cotisations sociales	6,6	4,4	- 0,1	6,4	4,7	0,1	10,3	3,5	1,2	7,9	4,1	0,5
personnels extérieurs	17,6	4,8	3,4	18,1	0,6	2,3	13,0	2,8	- 0,9	15,8	2,6	1,1
EBE	5,8	- 4,7	0,1	2,1	- 4,3	- 1,3	0,5	- 13,3	13,7	2,4	- 8,1	5,1

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique 3 Décomposition de la valeur ajoutée des entreprises**

Cette croissance se retrouve dans l'ensemble des secteurs et peut s'expliquer simultanément par une appréciation de l'EBE, et par le faible dynamisme du chiffre d'affaires (cf. graphique C de l'annexe 5).

**Graphique 4 Taux de marge brute d'exploitation : excédent brut d'exploitation sur chiffre d'affaires**

## 2| Le besoin en fonds de roulement diminue et les investissements se contractent

### 2|1 Le besoin en fonds de roulement décroît en 2013 sous l'effet de la diminution des stocks

Le besoin en fonds de roulement global diminue en valeur de 13 %, recul auquel le volet « exploitation » mesuré par le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) contribue à hauteur de -10 % (cf. graphiques 5). Ce dernier dépasse légèrement 17 jours de chiffre d'affaires en 2013 après avoir régulièrement baissé depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Son poids est ainsi pratiquement divisé par deux depuis 1996.

Alors qu'en 2012 les stocks étaient restés à un niveau stable par rapport à 2011, ils ont commencé à décroître de manière importante en 2013 (-4 %), contribuant de ce fait à la diminution du besoin en fonds de roulement.

Les autres composants du BFRE connaissent en revanche des évolutions contrastées. Le crédit inter-entreprises (ou solde commercial), qui traduit la position financière des entreprises vis-à-vis de leurs partenaires commerciaux, diminue en volume de 12 % entre 2012 et 2013<sup>1</sup>, réduisant ainsi sa contribution au besoin en fonds de roulement.

Le solde des autres créances et dettes liées à l'exploitation – constitué pour l'essentiel du décalage de règlement des dettes fiscales et sociales – a augmenté de 1 % en volume. Cette augmentation profite principalement aux grandes entreprises auxquelles elle procure une avance de trésorerie de 78 milliards (cf. graphique 5).

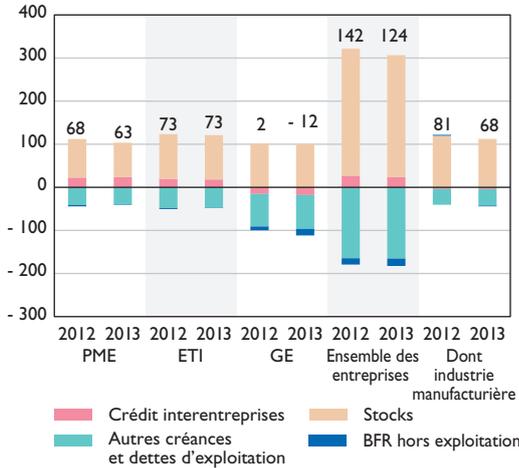
Au total, le BFRE diminue dans les ETI à hauteur de 25,9 jours de chiffre d'affaires, soit -1,5 jour par rapport à 2012. Il baisse dans de plus grandes proportions, à 30,2 jours (-2 jours), dans les PME, dont les délais de paiement ont une nouvelle fois

<sup>1</sup> Les calculs réalisés dans la présente étude sont effectués en ratio moyen contrairement à ceux de l'étude sur les délais de paiement, réalisés en moyenne de ratios. De ce fait, le ratio moyen est ici davantage influencé par les grandes entreprises, ce qui peut donc expliquer des différences de résultats.

**Graphiques 5 Besoins en fonds de roulement**

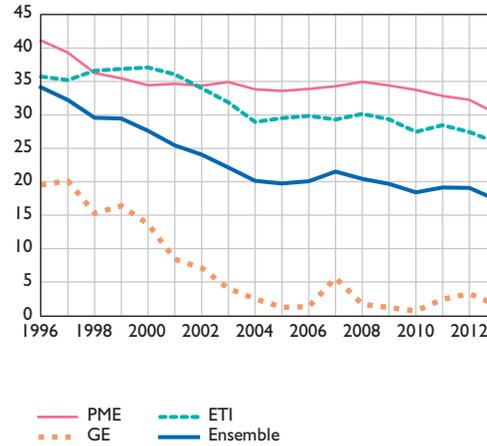
(en milliards d'euros)

**BFR globaux**



(en jours de chiffre d'affaires)

**BFR d'exploitation**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Note : Par rapport aux versions précédentes de la présente étude, les bilans de certaines grandes entreprises, dont la contribution au BFR peut être particulièrement importante, n'ont pas pu être collectés. Par conséquent, ces entreprises ont été retirées sur tout l'historique de l'étude, impliquant des révisions par rapport aux chiffres publiés antérieurement.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

diminué ; toutefois, l'avance moyenne prise par celle-ci pour régler leurs fournisseurs excède ce gain, de sorte que le crédit inter-entreprises supporté par les PME s'alourdit légèrement. Dans les grandes entreprises, ce solde est structurellement proche de zéro car les dettes fournisseurs et les créances clients ont tendance à se rapprocher.

Les disparités sectorielles sont très prononcées et inhérentes au secteur d'activité. En 2013, la construction et l'industrie manufacturière se distinguent par la maîtrise de leur BFRE qui s'allège respectivement de 5,1 jours et de 1,7 jour. Par ailleurs,

l'industrie manufacturière représente 49 % du besoin, et bénéficie toujours de l'amélioration des délais de paiement de ses clients. Le secteur de l'énergie se caractérise par une évolution en sens inverse.

**2 | 2 L'investissement diminue encore en 2013**

Les dépenses d'investissements se sont à nouveau contractées de 4,3 % en 2013, encore plus nettement qu'en 2012 où le recul avait déjà été de 3,4 % (cf. tableau 4). Elles diminuent fortement dans les

**Tableau 4 Évolution de l'investissement**

(en %)

	Investissement d'exploitation				Autofinancement			
	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
PME	- 11,0	6,3	- 13,7	- 11,3	10,5	- 3,9	- 10,2	10,4
ETI	- 2,9	4,0	- 4,3	- 10,3	13,3	0,7	- 15,1	- 2,6
GE	- 7,1	8,1	3,6	3,9	19,2	- 12,4	- 16,4	- 2,8
<b>Total</b>	<b>- 6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>- 3,4</b>	<b>- 4,3</b>	<b>15,9</b>	<b>- 7,3</b>	<b>- 14,8</b>	<b>0,0</b>
dont industrie manufacturière	- 0,1	3,8	2,8	- 6,2	48,9	- 32,6	- 20,7	- 33,5

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Note de lecture : Cf. tableau 1. L'investissement d'exploitation est calculé sur une population cohérente sur trois années consécutives (double cylindrage), alors que l'autofinancement n'a fait l'objet que d'un simple cylindrage.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

PME et les ETI, de respectivement 11,3 % et 10,3 %, dans un environnement économique pénalisé par des perspectives de demande défavorables et des capacités productives peu sollicitées. Les grandes entreprises, en revanche, poursuivent leur effort d'investissement (cf. tableau 4). Au niveau sectoriel, le recul de l'investissement dans l'industrie manufacturière est particulièrement marqué (- 6,2 %).

Mesuré par le rapport entre l'investissement et la valeur ajoutée, l'effort d'investissement, ou taux d'investissement, diminue à 21,2 %, contre 22,2 % en 2012 (cf. graphique 6).

Alors que les ETI se distinguaient auparavant par un taux structurellement plus élevé que celui des autres catégories d'entreprises, celui-ci passe en dessous du taux d'investissement des grandes entreprises en 2013, et ce, pour la première fois depuis 1999. Leur taux d'investissement est désormais de 23 %. Celui des PME décroche encore plus fortement et atteint 15,4 %, son niveau le plus bas depuis neuf ans. Les PME se caractérisent par une propension à investir variable dans le temps et une bonne partie d'entre elles s'engagent peu dans des dépenses de capital fixe. Ainsi le quart des PME qui investissent le plus présente un taux d'investissement de 10,8 % en 2013, contre 18,8 % pour le quart supérieur des ETI, et 19,9 % pour celui des grandes entreprises. Enfin, ces dernières, pour lesquelles on observait une hausse

du taux d'investissement depuis 2010, connaissent un léger repli de celui-ci, à 24,3 %.

Le niveau du taux d'investissement varie aussi fortement en fonction du secteur des entreprises concernées. Comme pour les années précédentes, les entreprises du secteur eau, énergie, déchets ont le taux d'investissement le plus élevé, même si celui-ci est en forte diminution par rapport à 2011 et 2012. Pour la plupart des autres secteurs, le taux d'investissement baisse, sauf dans le commerce, secteur pour lequel il stagne. Le secteur de l'information et communication est le seul à voir son taux augmenter, de 18 % à 30 % entre 2012 et 2013 (cf. graphique D de l'annexe 5).

### 3| Une hausse des performances

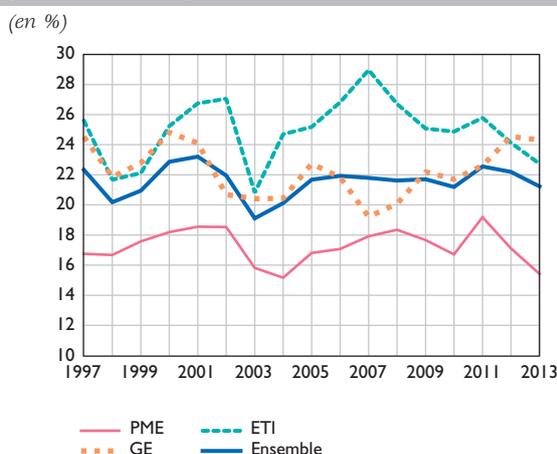
#### 3|1 La rentabilité financière nette rebondit en 2013

La rentabilité économique nette est mesurée en rapportant l'excédent net d'exploitation (ENE) au capital d'exploitation composé des immobilisations d'exploitation et du besoin en fonds de roulement d'exploitation. Elle évalue la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation des facteurs de production, sans prise en compte de sa structure financière. Après comptabilisation des dotations nettes aux amortissements et provisions d'exploitation, stables d'un exercice à un autre, l'ENE augmente en valeur de 5,2 % alors que la rentabilité nette du capital d'exploitation stagne à 4,8 %. L'augmentation de l'EBE influe directement sur la capacité d'autofinancement qui régresse légèrement par rapport à l'année précédente (- 0,5 %) (cf. tableau 5).

Après s'être allégé courant 2012, le poids de la fiscalité sur les sociétés s'accroît de 20,2 % en 2013. Parallèlement, les frais financiers diminuent de 6,3 %, ce que corrobore la croissance très limitée de l'endettement (cf. *infra*) et la décrue des taux d'intérêt.

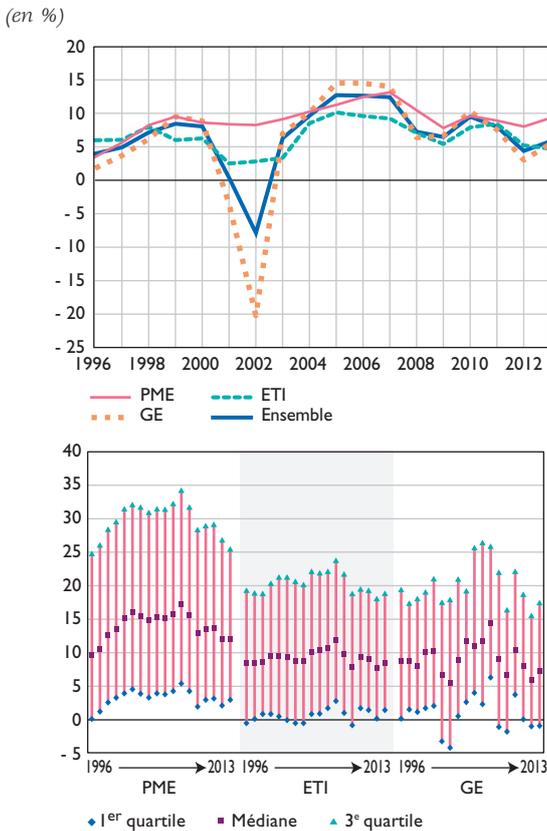
La capacité nette d'autofinancement affiche une hausse de plus de 20,4 %, après deux années de repli. Cette dernière correspond à la différence entre la capacité d'autofinancement (CAF) et les dotations aux amortissements et aux provisions. De ce fait, la stabilité apparente de la capacité d'autofinancement combinée à la diminution des dotations aux amortissements et

**Graphique 6 Taux d'investissement : investissement (y compris acquisitions par crédit-bail) sur valeur ajoutée**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphiques 7 Capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

aux provisions (-15 %) expliquent le net rebond de la capacité nette d'autofinancement.

La rentabilité financière nette (rapport de la capacité nette d'autofinancement aux capitaux propres),

rebondit également pour s'établir à 5,9 % en 2013. L'évolution est cependant contrastée : la rentabilité augmente pour les PME (de 8 % à 9,3 %) et les grandes entreprises (de 3 % à 5,5 %), alors qu'elle continue à diminuer pour les ETI (de 5,2 % à 4,7 %) (cf. graphiques 7).

La rentabilité financière nette se redresse pour l'ensemble des tailles d'entreprises. Ainsi, même celles qui sont les moins rentables voient leur rentabilité s'améliorer. Le nombre d'entreprises affichant un résultat net négatif représente 16 % de l'ensemble des entreprises étudiées. Ceci représente le niveau le plus bas atteint depuis la crise de 2008-2009. La performance des entreprises gagne donc en vigueur en 2013.

*In fine*, les résultats des entreprises en France augmentent d'environ 9 % en 2013 après avoir subi deux années consécutives de baisse. Les grandes entreprises se redressent le plus fortement après leur spectaculaire chute en 2012 (-30 %), leur résultat net augmentant de 24,6 %. Cette hausse contraste avec la diminution du résultat des ETI (-13 %) et la relative atonie des PME (-0,6 %). Le taux de résultat net s'établit donc à 4,8 % du chiffre d'affaires, soit un gain de 0,4 point par rapport à 2012 (cf. annexe 4).

**3 | 2 Le taux d'autofinancement des entreprises qui investissent s'améliore**

Le taux d'épargne mesure la part de ses revenus que l'entreprise est à même de consacrer au financement de sa croissance. L'autofinancement, qui résulte de la différence entre la CAF et les dividendes versés, est

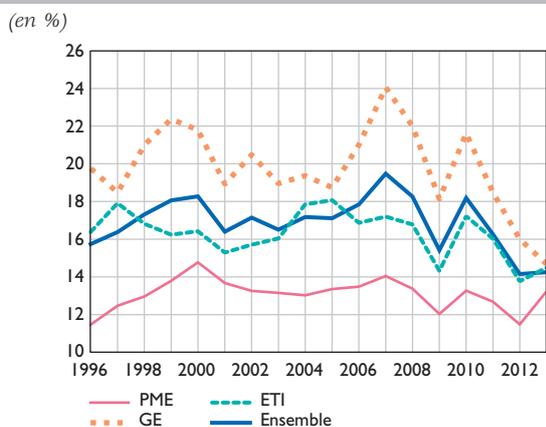
**Tableau 5 Évolution des résultats des entreprises en France**

(en %)

	EBE			ENE			CAF			CAF nette		
	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2011/2010	2012/2011	2013/2012
PME	5,8	-4,7	0,1	5,0	-9,8	-1,5	3,5	-4,1	0,7	0,8	-12,1	1,4
ETI	2,1	-4,3	-1,3	-0,7	-8,2	-1,2	5,4	-7,2	-2,7	3,9	-26,9	-3,3
GE	0,5	-13,3	13,7	-4,1	-22,2	16,6	-0,2	-7,1	0,1	-7,1	-34,7	39,6
<b>Total</b>	<b>2,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>5,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-14,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-29,7</b>	<b>20,4</b>
dont industrie manufacturière	-2,6	-26,8	16,4	-5,1	-37,1	24,9	-7,9	-7,5	-6,0	-14,0	-26,7	23,9

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Note de lecture : cf. tableau 1.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique 8 Taux d'épargne**  
Autofinancement sur revenu global



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

ainsi rapproché de l'ensemble des revenus générés par l'activité (revenu global : valeur ajoutée et revenus hors exploitation, notamment les revenus financiers). L'autofinancement stagne en 2013 après avoir fortement reculé en 2012, ce qui peut s'expliquer par le léger recul de la CAF au cours de l'exercice étudié (cf. tableau 5). En conséquence le taux d'épargne des entreprises se stabilise à 14,2 % toutes tailles confondues. Ceci masque cependant des situations contrastées en fonction de la taille

des entreprises. En effet, alors que le taux d'épargne augmente de manière franche pour les PME et les ETI, respectivement de 11,5 % à 13,2 % et de 13,8 % à 14,5 %, il diminue à nouveau pour les grandes entreprises pour atteindre finalement 14,7 % (cf. graphique 8).

En se limitant aux entreprises qui investissent, le taux d'autofinancement repart à la hausse en 2013 (à 72,4 % contre 66,3 % en 2012), après s'être contracté continûment depuis 2010. De manière plus granulaire, le taux d'autofinancement des PME et des ETI augmente fortement, à respectivement 88,2 % et 69,4 %. À l'inverse, le taux d'autofinancement des grandes entreprises recule à 67,4 %, son plus bas niveau depuis 2005 (cf. graphique 9).

### 3|3 La répartition du revenu global reste défavorable à l'autofinancement

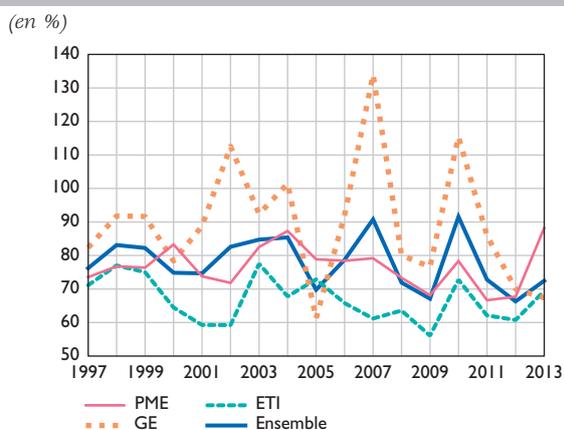
Les dividendes <sup>2</sup> versés en 2013, issus des résultats de 2012, diminuent de 1 % et représentent 9,5 % de l'ensemble du revenu global (cf. graphique 10), en ligne avec un ralentissement du chiffre d'affaires entre 2010 et 2012. Alors qu'en 2012 les PME s'étaient distinguées par un fort accroissement de la distribution à leurs actionnaires, ce sont elles qui subissent la plus forte diminution en 2013 avec - 14,3 %. Parallèlement, les ETI diminuent leurs dividendes de 2,9 % tandis que les grandes entreprises augmentent les leurs de 2,3 %.

La hausse de l'impôt sur les sociétés fait suite à l'augmentation observée du résultat net des entreprises de l'échantillon. À cela s'ajoute aussi la hausse de la fiscalité liée à la production. De ce fait, la part des prélèvements de l'État dans le revenu global atteint 11,1 %, soit une hausse de 0,6 point par rapport à 2012.

La part des charges financières continue de baisser en 2013 pour atteindre 5,9 %, après 6,2 % en 2012. Comme pour la rentabilité financière (cf. section 3|1), ceci s'explique par l'évolution du niveau et du coût de l'endettement des entreprises.

L'année 2013 confirme les grandes tendances résultant de l'examen, sur longue période, de la répartition du revenu global entre les partenaires de l'entreprise.

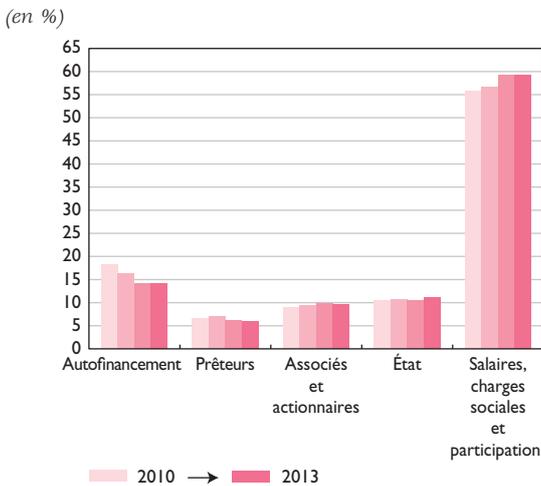
**Graphique 9 Taux d'autofinancement**  
Autofinancement sur investissements



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

<sup>2</sup> Les dividendes comprennent les dividendes hors groupes et intragroupes, ces derniers représentant 64 % du montant total des dividendes.

**Graphique 10 Répartition du revenu global**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

(iv) la montée des prélèvements opérés par les associés et les actionnaires : de 4 % en moyenne il y a quinze ans tous types d'entreprises confondus, la part des dividendes dans le revenu global s'inscrit en hausse quasi continue pour atteindre désormais 10 %.

Au total, la part de l'autofinancement est stable sur 2013, à 14 %, mais pour la seconde année consécutive, ce taux est le plus faible qui ait été observé depuis 1996.

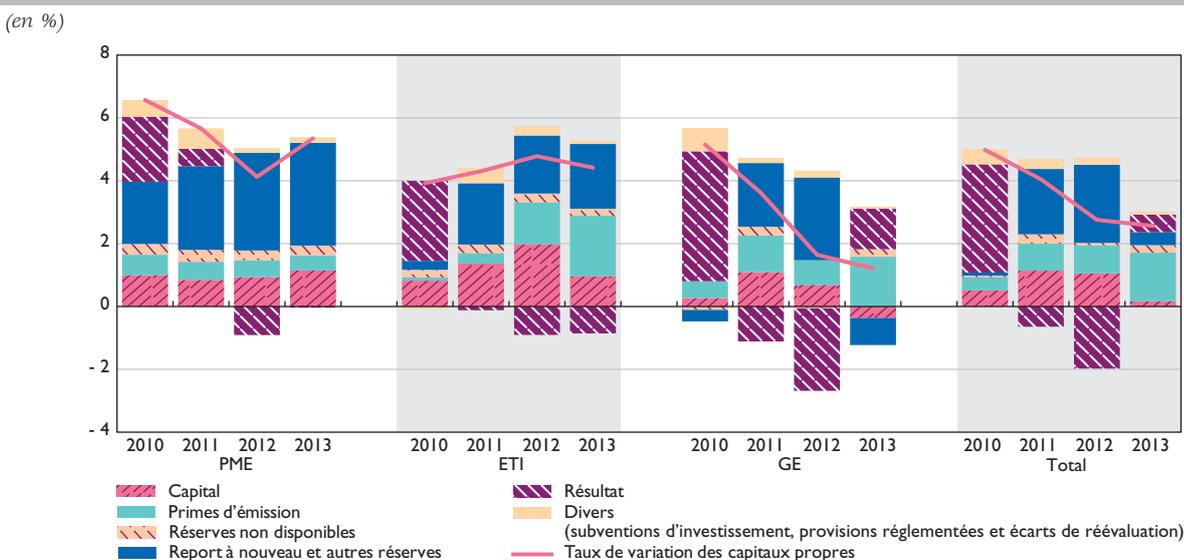
## 4 | Une structure financière encore solide

### 4 | I Un renforcement des capitaux propres à un rythme moins soutenu qu'en 2012

Elle se caractérise par (i) la prédominance des charges de personnel, y compris avec la participation, pour 59 % du revenu en 2013, comme pour l'année 2012 ; (ii) une relative diminution du poids des prêteurs : celui-ci étant corrélé à l'évolution des taux d'intérêt et de l'endettement ; (iii) une hausse de la part fiscale échéant à l'État, à plus de 11 % ;

Les capitaux propres continuent de se renforcer en 2013 (cf. graphique 11), mais le rythme est plus ralenti que les années précédentes (+ 2,6 % en 2013, après + 2,8 % en 2012 et + 4 % en 2011) essentiellement dans les grandes entreprises (respectivement + 1,2 %, + 1,6 %, + 3,6 %) ; dans les ETI, il est comparable à celui de 2012 (+ 4,4 %

**Graphique 11 Évolution des capitaux propres**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Note : Les doubles comptes ne sont pas retraités à ce stade.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

en 2013, soit - 0,4 point). À l'inverse, le taux de croissance des capitaux propres des PME est plus élevé en 2013 qu'en 2012 (+ 5,3 %, contre + 4,1 %).

À la différence des deux années précédentes, toutes les contributions à la formation du résultat ont été positives ou pratiquement stables.

Cette évolution d'ensemble s'explique en premier lieu par des opérations de restructuration majeures intervenues en 2013 ; d'importants transferts de montants se sont toutefois produits entre le capital social et les primes d'émission (de fusion, d'apports...), avec une augmentation de la part cumulée de ces deux postes ; ceci a été particulièrement marquant dans les grandes entreprises.

Si le résultat de l'exercice constitue la deuxième contribution par ordre décroissant d'importance dans les grandes entreprises, il a joué un moindre rôle dans les ETI et les PME où la part du report à nouveau et des autres réserves a été plus décisive.

## 4|2 Une hausse des capitaux propres sensible dans les PME

En 2013, le poids des capitaux propres, qui rapporte les capitaux propres au total des ressources, s'élève à 31,8 % pour l'ensemble des entreprises non financières (+ 0,3 point par rapport à 2012), à 35,8 % pour les PME (+ 1,7 point par rapport à 2012), 30,6 % pour les ETI

(- 0,3 point par rapport à 2012) et 31,5 % (+ 0,4 point par rapport à 2012) pour les grandes entreprises (cf. graphique 12). Il reflète les évolutions relatives observées sur les montants : le taux de croissance des premiers est en effet plus élevé que celui des secondes, à l'exception des ETI (cf. tableau 6).

Par activité, le ratio de l'industrie manufacturière s'élève en 2013 à 37,2 % (+ 1 point). Il est devancé par celui du commerce à 40,5 % (+ 0,2 point), mais dépasse largement celui de l'énergie à 18,5 % (+ 0,9 point) qui est le plus faible de tous les secteurs (cf graphique E de l'annexe 5).

## 4|3 L'endettement financier se stabilise et le taux d'endettement diminue

Dans toutes les catégories d'entreprises les capitaux propres s'accroissent à un rythme supérieur à celui de l'endettement financier (cf. tableau 7).

En 2013, le taux d'endettement financier, retraité des doubles comptes, se rétracte globalement (106,6 %, soit - 4,5 points par rapport à 2012). Le recul du taux d'endettement bénéficie à toutes les tailles, mais avec une intensité très variable : - 9,8 points dans les PME (91,2 % en 2013), - 1,8 point dans les ETI (110,4 %) et - 4,4 points dans les grandes entreprises (108,9 %).

Le contraste entre les activités est particulièrement marqué. Hormis le secteur de l'énergie qui affiche le ratio le plus élevé (208,8 %), on peut noter parmi les grands secteurs que trois d'entre eux

**Tableau 6** Évolution annuelle des capitaux propres et du total des ressources

(en %)

		2011/2010	2012/2011	2013/2012
PME	Capitaux propres	6,8	- 0,6	5,6
	Total ressources	6,9	3,5	4,1
ETI	Capitaux propres	10,8	8	1,2
	Total ressources	9,7	4,9	1,3
GE	Capitaux propres	2,1	1,7	1,5
	Total ressources	4,8	3,5	1,1
<b>Total</b>	Capitaux propres	<b>5,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>
	Total ressources	<b>6,5</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Note : Pour des raisons de cohérence, les montants de capitaux propres, de total des ressources et d'endettement sont retraités de l'estimation des doubles comptes. Pour les premiers, une différence peut donc apparaître par rapport au paragraphe précédent.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

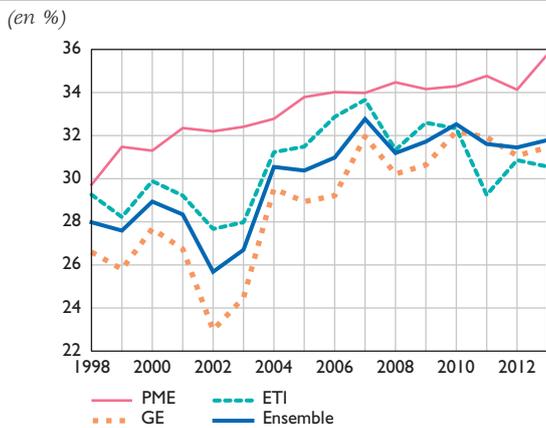
**Tableau 7** Évolution des montants d'endettement et de capitaux propres

(en %)

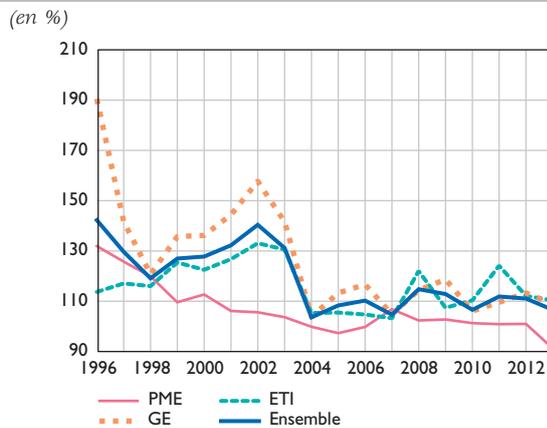
		2011/2010	2012/2011	2013/2012
PME	Endettement financier	5,5	3,0	0,1
	Capitaux propres	6,8	- 0,6	5,6
ETI	Endettement financier	8,0	0,4	- 0,8
	Capitaux propres	10,8	8	1,2
GE	Endettement financier	7,2	3,5	- 1,0
	Capitaux propres	2,1	1,7	1,5
<b>Total</b>	Endettement financier	<b>7,2</b>	<b>2,6</b>	<b>- 0,8</b>
	Capitaux propres	<b>5,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique 12 Capitaux propres dans le total des ressources**



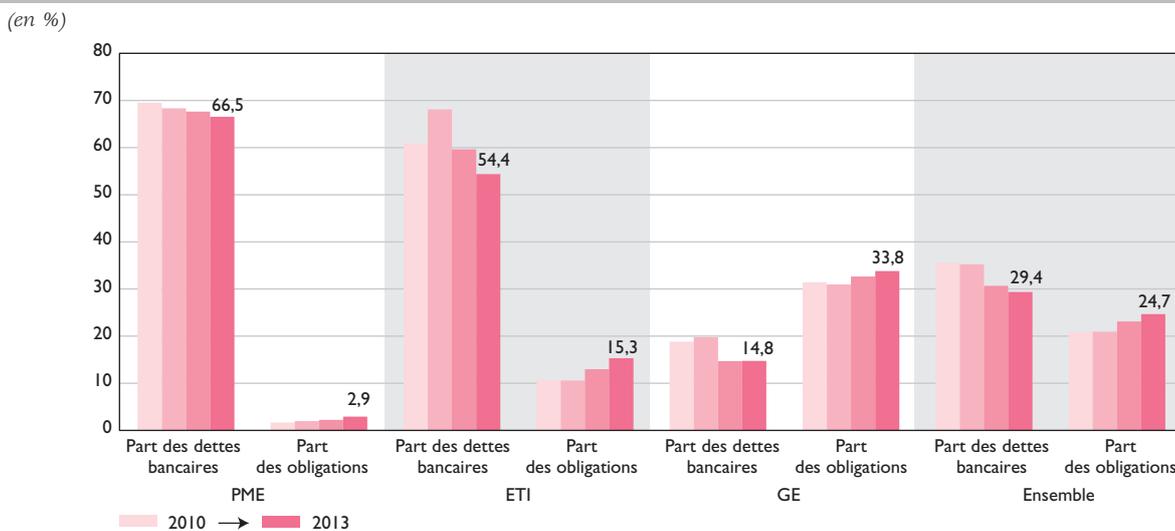
**Graphique 13 Endettement financier sur capitaux propres**



enregistrent un recul de leur taux d'endettement : l'industrie manufacturière avec le plus faible ratio (75,6 % soit - 4,9 points), les transports (151,6 %, soit - 8,2 points), le soutien aux entreprises (125,1 %, soit - 3,2 points). Par ailleurs, deux autres secteurs enregistrent un alourdissement : la construction (103,1 %, soit + 4,7 points) et l'hébergement-restauration (185,1 %, soit + 14,6 points). Enfin, le commerce est pratiquement stable à 82,9 % (cf. graphique F de l'annexe 5).

La part des dettes bancaires dans l'endettement financier décroît régulièrement depuis 2008 avec un recul particulièrement prononcé entre 2011 et 2012, qui s'est prolongé en 2013 ; sur cinq ans, elle passe ainsi de 38,8 % à 29,4 %. Parallèlement, la part des obligations s'accroît de 16,7 % à 24,7 %, même dans les PME (de 1,8 % à 2,9 %) où elle est traditionnellement très basse (cf. graphique 14). En revanche, les évolutions plus irrégulières de la part des dettes bancaires observées dans les ETI

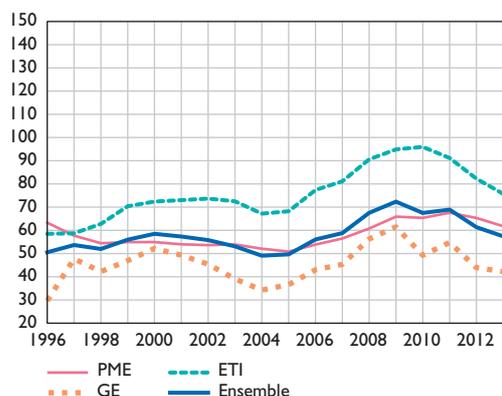
**Graphique 14 Part des dettes bancaires et des obligations dans l'endettement financier retraité**



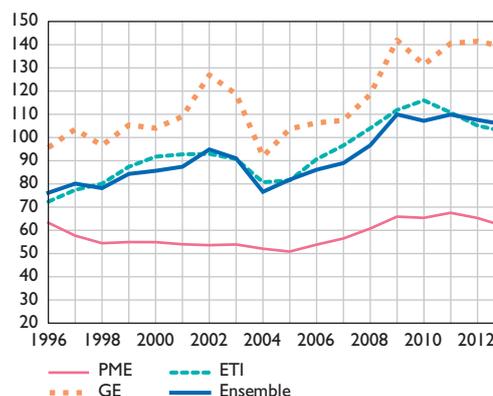
## Graphiques 15 Endettement bancaire et obligataire/valeur ajoutée

(en %)

## Endettement bancaire/valeur ajoutée



## Endettement bancaire et obligataire/valeur ajoutée



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

(de 65,9 % à 54,4 %) suggèrent que les autres dettes financières compensent ce recul, ce que confirme la progression de la part des obligations dans leur endettement financier global (de 7,1 % à 15,3 %).

Le contraste entre PME, ETI et grandes entreprises est particulièrement marqué.

Indicateur complémentaire, le ratio endettement bancaire et obligataire rapporté à la valeur ajoutée, non affecté par les doubles comptes, montre également une baisse du taux d'endettement en 2013 ainsi que la substitution entre crédits bancaires et obligataires (cf. graphiques 15).

#### 4 | 4 L'équilibre bilanciel se maintient à un niveau encore élevé

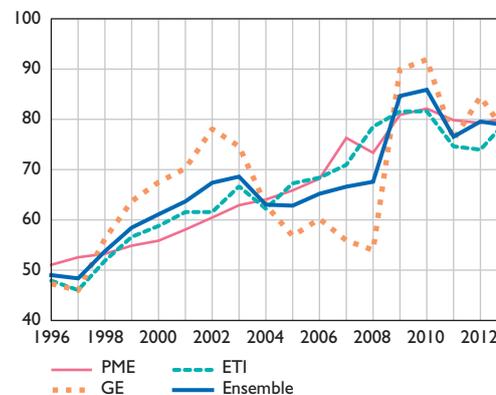
Un équilibre bilanciel satisfaisant suppose que les ressources stables couvrent, au minimum, les emplois stables ainsi que la fraction permanente des besoins en fonds de roulement.

L'examen du fonds de roulement net global (FRNG), mesuré par le ratio FRNG rapporté au chiffre d'affaires hors taxes, montre une évolution positive sur longue période, malgré quelques fluctuations importantes lors de la crise de 2008,

notamment dans les grandes entreprises. En 2013, le niveau d'ensemble s'établit à près de 80 jours ; les évolutions entre 2012 et 2013 sont toutefois contrastées entre les grandes entreprises (- 7 jours de CA environ) et les ETI (+ 5,9 jours de CA) ; le ratio des PME a en revanche très légèrement progressé (cf. graphique 16). Le FRNG assure largement la couverture des besoins en fonds de roulement (521 % en 2013, 462 % en 2012 pour l'ensemble des entreprises).

## Graphique 16 Fonds de roulement net global sur chiffre d'affaires

(en %)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## ENCADRÉ

## Le tableau de flux des entreprises en 2013

En 2013, le renforcement de l'excédent brut d'exploitation (+ 0,3 euro par rapport à 2012), conforté par une baisse des besoins en fonds de roulement d'exploitation, permet de dégager un excédent de trésorerie d'exploitation de 6,4 euros pour 100 euros de chiffre d'affaires, plus élevé que celui de 2012 (+ 0,6 point).

## Tableau de flux

(pour 100 euros de chiffre d'affaires)

	PME		ETI		GE		Ensemble	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
<b>(+) Excédent brut d'exploitation</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>
(-) Variation du BFR d'exploitation	0,2	0,0	- 0,1	- 0,1	0,0	- 0,6	0,0	- 0,3
<b>(=) Flux de trésorerie d'exploitation</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>
(+) Autres opérations hors exploitation	2,2	2,1	5,0	4,4	12,0	10,8	7,0	6,4
(-) Charges d'intérêt	1,2	1,0	2,2	1,9	3,2	3,1	2,3	2,1
(-) Participation	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
(-) Paiement de dividendes	2,4	2,1	3,6	3,3	8,0	7,6	5,0	4,7
(-) Impôt sur les sociétés	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	1,0	0,8	0,9
(-) Variation BFRHE	0,2	0,3	0,7	0,2	- 0,4	- 0,5	0,1	0,0
<b>(=) Flux de trésorerie global</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>
<b>(-) Flux nets des investissements</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>9,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>
<b>(+) Flux nets des financements</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>6,5</b>	<b>0,5</b>	<b>3,9</b>	<b>1,8</b>
(+) Variation du financement par capital	0,6	0,6	2,4	2,4	3,2	1,9	2,2	1,7
(+) Variation de l'endettement stable	0,5	0,0	0,3	1,1	2,4	- 0,9	1,2	0,0
(+ dont variation des emprunts bancaires)	- 0,1	- 0,1	- 1,2	- 0,7	- 2,3	- 1,1	- 1,4	- 0,7
(+) Variation de la trésorerie de passif	0,1	0,2	0,4	0,6	0,9	- 0,5	0,5	0,1
<b>(=) Variation de la trésorerie à l'actif</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>- 0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>
Variation de la trésorerie nette	0,3	0,7	0,4	1,3	2,5	0,3	1,2	0,7
Variation du FRNG	0,7	1,0	1,0	1,4	2,1	- 0,8	1,4	0,4
Variation des BFR	0,4	0,3	0,6	0,1	- 0,4	- 1,1	0,1	- 0,3

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Avec l'apport positif des opérations hors exploitation (+ 6,4 euros) et les prélèvements de leurs partenaires, prêteurs, État, et notamment actionnaires et associés, le flux de trésorerie global s'établit à 4,9 euros pour 100 euros de chiffre d'affaires, soit + 0,5 euro par rapport à 2012.

Le flux de trésorerie dégagé ne permet pas de couvrir les décaissements liés aux investissements, générant un besoin de financement externe de 1 euro (4,9 – 5,9).

Les flux nets de financements (1,8 euro) sont assurés essentiellement sous forme de financement par capital (+ 1,7 euro). Le solde conforte les disponibilités qui augmentent de 0,8 euro pour 100 euros de chiffre d'affaires.

## 4|5 La trésorerie nette augmente faiblement, en particulier dans les grandes entreprises

La trésorerie nette est le résultat de la différence entre trésorerie active et passive. Afin de mieux appréhender les évolutions de la trésorerie nette, le tableau 8 indique le rapport entre les

deux composantes : les montants de trésorerie active sont 7 fois plus élevés que ceux de la trésorerie passive, alors que le rapport se situe entre 3 et 4 pour les autres tailles et l'ensemble.

La trésorerie nette et les capitaux propres continuent de progresser pour l'ensemble des entreprises, mais à un rythme bien inférieur à celui de 2012, notamment pour la trésorerie nette (cf. tableau 9). De ce fait, le ratio

Tableau 8 Évolution de la trésorerie active et passive (retraitée)

(en %)

	2011/2010	2012/2011	2013/2012	Trésorerie active/ trésorerie passive en 2013
<b>Trésorerie active</b>				
PME	5,8	3,9	5,7	7,0
ETI	4,6	4,5	4,1	3,9
GE	- 7,1	11,7	- 0,4	3,1
<b>Ensemble</b>	- 1,8	8,3	1,8	3,6
<b>Trésorerie passive</b>				
PME	8,6	3,5	8,3	
ETI	17,4	8,4	- 6,2	
GE	35,3	13,0	7,9	
<b>Ensemble</b>	<b>26,1</b>	<b>10,6</b>	<b>3,9</b>	

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

trésorerie nette sur capitaux propres (graphique 17) tend à stagner ou à reculer en 2013 pour l'ensemble de la population (35,8 %, soit - 0,6 point), notamment dans les grandes entreprises (31 %, soit - 2,6 points) et dans une moindre mesure dans les PME (48,7 %, soit - 0,4 point), mais il croît très sensiblement dans les ETI (38,9 %, soit + 3,9 points).

On peut observer des différences sectorielles parfois importantes (cf. graphique I de l'annexe 5). Ainsi, parmi les secteurs en baisse on trouve l'industrie manufacturière (33,2 %, soit - 2 points). À l'inverse, le ratio de trésorerie nette s'apprécie nettement dans le secteur de l'information et de la communication (22,6 %, soit + 2,8 points).

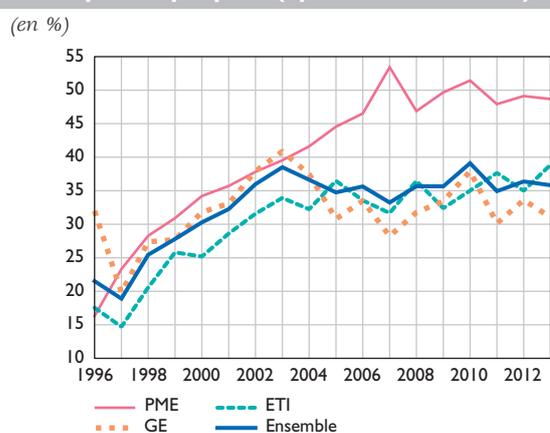
Tableau 9 Évolution de la trésorerie nette et des capitaux propres (retraités)

(en %)

		2011/2010	2012/2011	2013/2012
PME	Trésorerie nette	5,3	4,0	5,3
	Capitaux propres	6,8	- 0,6	5,6
ETI	Trésorerie nette	0,0	2,8	8,6
	Capitaux propres	10,8	8,0	1,2
GE	Trésorerie nette	- 17,9	11,2	- 3,9
	Capitaux propres	2,1	1,7	1,5
<b>Total</b>	Trésorerie nette	<b>- 9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>1,0</b>
	Capitaux propres	<b>5,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Graphique 17 Trésorerie nette sur capitaux propres (après retraitement)



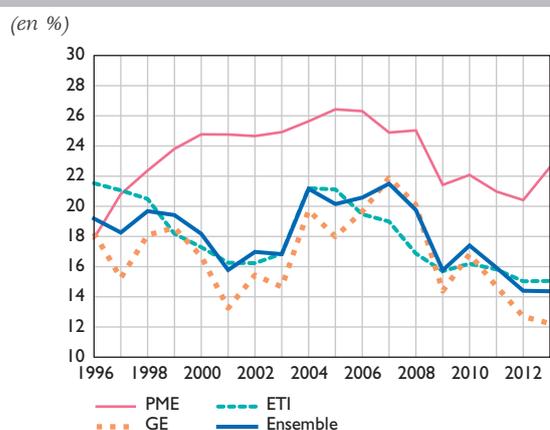
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## 5| Une capacité d'endettement en hausse pour les PME

### 5| I Une capacité d'endettement stable ou en léger repli sauf dans les PME

La capacité d'endettement (cf. graphique 18) rapporte la capacité d'autofinancement à l'endettement. Si elle s'accroît, l'entreprise peut davantage recourir à l'emprunt pour financer des acquisitions ou des investissements.

Graphique 18 Capacité d'endettement (retraité des doubles comptes)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

En 2013, elle se stabilise toutes tailles confondues à 14,4 %, au terme d'un repli amorcé en 2007 (21,5 %), entrecoupé de mouvements plus mineurs de sens opposé dans l'intervalle, notamment en 2010. Ce constat d'ensemble masque des évolutions différenciées par taille.

Si cette stabilisation s'observe dans les ETI (15 %), la capacité d'endettement des grandes entreprises continue, pour sa part, de se dégrader en 2013 (12,2 %), suivant ainsi le mouvement général entamé sept ans plus tôt. À l'inverse, le ratio des PME progresse de 2,2 points en 2013 pour s'établir à 22,6 %, sous l'effet de la diminution de leur taux d'endettement et plus marginalement de la progression de leur capacité d'autofinancement.

Les évolutions sectorielles sont également contrastées : dégradation du ratio dans l'industrie manufacturière, le soutien aux entreprises et l'hébergement-restauration, mais amélioration dans la construction, l'information et communication et les transports (cf. graphique J de l'annexe 5).

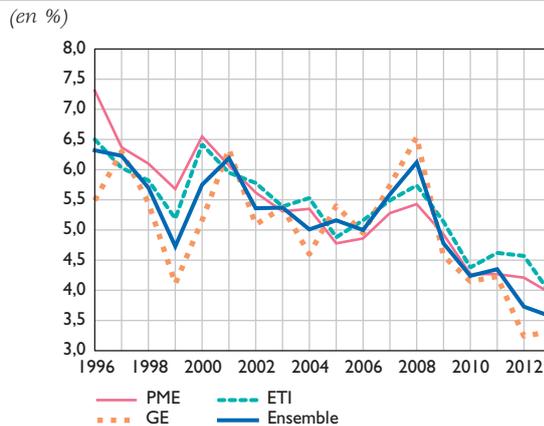
## 5|2 Le coût du financement s'allège dans les PME et les ETI

L'allègement du coût de l'endettement s'explique par la faiblesse des taux d'intérêt, dont la contraction compense la légère augmentation des volumes d'endettement (cf. graphique 19).

Le ratio charges financières sur excédent brut global (cf. graphique 20) mesure la part des ressources globales que l'entreprise consacre à la rémunération des capitaux empruntés. Ratio particulièrement sensible, il constitue un indicateur précoce et pertinent des difficultés.

Hormis les grandes entreprises où il augmente très légèrement (+ 0,3 point à 19,4 %), il s'allège dans la population prise dans son ensemble (- 0,8 point à 17,8 %), dans les PME (- 1,7 point à 12,8 %) et surtout dans les ETI (- 2,2 points à 18,4 %).

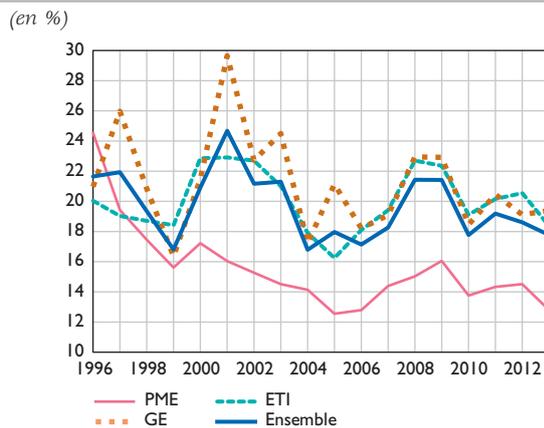
**Graphique 19 Coût apparent de l'endettement (charges financières sur endettement financier retraité)**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME. Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Le ratio diminue dans tous les secteurs, à l'exception de l'hébergement-restauration et de l'information-communication (cf. graphique L de l'annexe 5).

**Graphique 20 Charges financières sur excédent brut global retraité**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME. Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Annexe I

### Les données FIBEN

#### La base des comptes sociaux

La Banque de France collecte les comptes sociaux collectés des entreprises imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, dont le chiffre d'affaires excède 0,75 million d'euros. Le taux de couverture en termes d'effectifs est de plus de 75 % dans la plupart des secteurs ; il atteint ou dépasse 80 % dans le commerce et l'industrie.

#### Les principaux ratios utilisés

La méthodologie d'analyse financière et la définition des ratios utilisés est disponible sous le lien suivant :

[http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Economie\\_et\\_Statistiques/METHODOLOGIE\\_SITUATION\\_DES\\_ENTREPRISES.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/METHODOLOGIE_SITUATION_DES_ENTREPRISES.pdf)

#### Les liens financiers

La Banque de France recense les liens financiers et analyse le pourcentage de détention du capital par d'autres entreprises, selon que le détenteur est lui-même une société non financière (y compris *holdings*), une institution financière (banques, OPC, sociétés d'assurance), une personne physique (particuliers ou salariés), l'État ou encore une entreprise non résidente. Les entreprises indépendantes sont distinguées de celles appartenant à un groupe, petit ou grand.

#### La base des comptes consolidés

La Banque de France s'appuie sur son réseau de succursales pour collecter les comptes consolidés établis par un peu plus de 4 000 entreprises. Cette base comprend notamment les plus grandes entreprises industrielles et commerciales présentes en France. L'étude est menée en éliminant les sous-groupes consolidés par ailleurs par l'entité tête de groupe.

La consolidation, réalisée par les entreprises elles-mêmes, consiste en une agrégation de comptes individuels des unités légales entrant dans le périmètre de l'entreprise, après élimination des flux intra-groupes et des titres de participation de la maison mère. Les entreprises étudiées ont toutes une maison mère dont le siège social est situé sur le territoire français ; le périmètre de consolidation comprend éventuellement des filiales ou des sous-filiales ayant leur siège social à l'étranger.

#### Les défaillances

Le critère d'identification retenu est celui de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire directe, lorsque celle-ci n'est pas précédée d'un redressement. Néanmoins, lorsqu'un plan de continuation ou un plan de cession intervient entre un redressement judiciaire et une liquidation judiciaire ou un nouveau redressement, il clôture la procédure initiale de redressement. On comptabilise donc la liquidation ou le deuxième redressement comme une ouverture de procédure, c'est-à-dire comme une nouvelle défaillance de l'unité légale.

Les informations émanent des greffes de tribunaux de commerce, de façon automatique dans 90 % des cas et par saisie manuelle pour le solde (entreprises situées dans le ressort des tribunaux de grande instance – TGI –

à compétence commerciale). Dès lors qu'une procédure judiciaire est enregistrée informatiquement par les greffes, celle-ci est transmise à la Banque de France dans un délai de 24 heures. L'examen des journaux d'annonces légales et les informations transmises manuellement par les TGI complètent la collecte. Les événements judiciaires qui concernent les seules personnes physiques, comme par exemple les faillites personnelles, sont exclus.

### **La Centrale des Risques**

La Centrale des Risques recense chaque mois les crédits consentis par les établissements de crédit à chacun de leurs clients au-delà d'un seuil (25 000 euros depuis janvier 2006). Les encours recensés sont regroupés en « crédits mobilisés » – les concours utilisés – et « crédits mobilisables » – les concours disponibles. Les crédits mobilisés comprennent : les crédits à court terme, à moyen et long terme, le crédit-bail et les crédits titrisés.

### **Le champ retenu**

Il concerne l'ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs KZ (Activités financières, hors holdings) et O (Administration). Par rapport aux années précédentes, il a été étendu aux secteurs P (enseignement) et Q (santé humaine et action sociale). De même, les entreprises publiques (établissements publics industriels et commerciaux – EPIC – ou sociétés d'économie mixte) ont été ajoutées, ce qui conduit à réintégrer de grandes entités constituées sous la forme d'établissements publics (SNCF, RFF, RATP...).

## Annexe 2

### Les catégories de taille et le secteur des entreprises

Chaque source de données ne permet pas forcément de disposer de toute l'information nécessaire pour définir la taille d'une entreprise selon la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 (LME). Il faut alors mobiliser les informations disponibles pour s'approcher au mieux de cette définition.

#### Attribution des tailles et des secteurs d'activité pour l'analyse des comptes sociaux

Le décret d'application de la LME publié le 20 décembre 2008, qui définit la notion statistique d'entreprise<sup>1</sup>, précise, dans la continuité des définitions de la Commission européenne, les catégories de tailles d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Ces derniers sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires (CA), le total de bilan des unités légales et les liens financiers les reliant.

Les trois premiers critères sont appréciés au niveau de chaque entreprise entendue comme la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision (définie à partir des liens financiers). On retient un lien financier lorsqu'il correspond à une détention d'au moins 50 % du capital d'une unité légale.

Lorsqu'une entreprise se compose de plusieurs unités légales (on la qualifie alors d'entreprise « multi-unités légales » par opposition aux entreprises « mono-unité légale »), les comptes sociaux des unités légales constitutives sont agrégés pour définir l'« entreprise ». Cette démarche ne permet pas de traiter les doubles comptes entre unités d'une même entreprise.

Les tailles sont définies comme suit :

- **PME** : moins de 250 salariés, avec chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 43 millions d'euros ;
- **Entreprises de taille intermédiaire (ETI)** : entreprises qui n'appartiennent pas à la catégorie des petites et moyennes entreprises, qui occupent moins de 5 000 personnes, dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 1,5 milliard d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 2 milliards d'euros ;
- **Grandes entreprises** : les autres entreprises.

Les PME et les ETI peuvent être mono-unité légale ou bien se composer d'un ensemble d'unités légales, qui dépendent d'une tête de groupe française ou étrangère.

**Le secteur d'activité** repose sur la nomenclature agrégée 2008, elle-même issue de la NAF rév. 2.

Dans le cas d'une entreprise multi-unités légales, le secteur est déterminé à partir d'un regroupement par secteur des unités légales. Le secteur retenu est celui des unités légales dont le poids dans l'entreprise est le plus important en termes de chiffre d'affaires, à condition que celui-ci excède 50 %. Dans le cas contraire, le classement par secteur des différents « regroupements » d'unités légales est effectué sur le critère des effectifs, toujours à condition que le poids dépasse 50 %. À défaut, on revient au classement par chiffre d'affaires, en retenant le secteur des unités dont la part est la plus forte.

<sup>1</sup> [http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=AE22AD6AA9827C20CEBCA70F67427237.tpdjo01v\\_3?cidTexte=JORFTEXT000019961059&categorieLien=id](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=AE22AD6AA9827C20CEBCA70F67427237.tpdjo01v_3?cidTexte=JORFTEXT000019961059&categorieLien=id)

## Taille moyenne de chaque catégorie d'entreprise en 2013

(en nombre et en millions d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales	Effectifs moyens par entreprise	Chiffre d'affaires moyen	Valeur ajoutée moyenne	Endettement financier moyen	Endettement bancaire moyen	Capitaux propres moyens
Ensemble	172 660	358 524	60,0	17,0	5,0	9,0	3,0	9,0
PME	167 602	287 282	21,0	5,0	1,0	1,0	1,0	1,0
ETI	4 834	51 447	626,0	210,0	51,0	90,0	39,0	81,0
GE	224	19 795	16 480,0	5 349,0	1 458,0	4 176,0	616,0	3 835,0

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME ; ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs KZ (activités financières hors holdings) et O (administration).

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Poids économique des entreprises non financières en 2013

(effectifs en milliers, chiffre d'affaires, valeur ajoutée, endettement financier, endettement bancaire et capitaux propres en milliards d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales	Effectifs	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier <sup>a)</sup>	Endettement bancaire	Capitaux propres <sup>a)</sup>
<b>Ensemble</b>	<b>172 660</b>	<b>358 524</b>	<b>10 125</b>	<b>2 995</b>	<b>806</b>	<b>1 576</b>	<b>463</b>	<b>1 479</b>
<b>Par taille</b>								
PME	167 602	287 282	3 414	782	233	207	138	227
dont filiales de société étrangère	7 097	19 250	260	92	24	32	13	24
ETI	4 834	51 447	3 019	1 015	247	434	187	393
dont filiales de société étrangère	1 370	11 000	977	380	91	134	33	109
Grandes entreprises	224	19 795	3 691	1 198	327	935	138	859
<b>Par secteur</b>								
Agriculture	2 323	3 461	55	11	4	5	3	15
Industrie manufacturière	27 288	66 655	2 374	866	210	419	82	554
Énergie, eau, déchets	1 830	6 717	387	162	47	230	22	110
Construction	28 100	49 559	908	188	67	86	32	84
Commerce	66 526	121 504	2 409	1 159	182	272	91	328
Transports et entreposage	7 385	16 232	1 065	177	72	148	47	97
Hébergement et restauration	8 275	18 786	401	43	21	32	14	17
Information et communication	4 557	12 001	433	135	70	117	25	94
Activités immobilières	3 061	10 242	96	31	19	148	101	83
Soutien aux entreprises	17 108	39 536	1 574	164	87	91	34	73
Enseignement, santé	4 257	9 354	311	31	19	15	8	12
Services aux ménages	1 950	4 477	112	27	8	13	4	10
<b>Répartition en %</b>								
<b>Par taille</b>								
PME	97,1	80,1	33,7	26,1	28,8	13,1	29,7	15,3
dont filiales de société étrangère	4,1	5,4	2,6	3,1	3	2	2,9	1,6
ETI	2,8	14,3	29,8	33,9	30,7	27,5	40,4	26,6
dont filiales de société étrangère	0,8	3,1	9,7	12,7	11,3	8,5	7,1	7,4
Grandes entreprises	0,1	5,5	36,5	40	40,5	59,4	29,8	58,1
<b>Par secteur</b>								
Agriculture	1,3	1	0,5	0,4	0,5	0,3	0,7	1
Industrie manufacturière	15,8	18,6	23,4	28,9	26,1	26,6	17,6	37,5
Énergie, eau, déchets	1,1	1,9	3,8	5,4	5,9	14,6	4,8	7,5
Construction	16,3	13,8	9	6,3	8,3	5,5	6,8	5,7
Commerce	38,5	33,9	23,8	38,7	22,5	17,3	19,8	22,2
Transports et entreposage	4,3	4,5	10,5	5,9	9	9,4	10,2	6,6
Hébergement et restauration	4,8	5,2	4	1,4	2,6	2	3,1	1,2
Information et communication	2,6	3,3	4,3	4,5	8,7	7,4	5,4	6,4
Activités immobilières	1,8	2,9	0,9	1	2,4	9,4	21,8	5,6
Soutien aux entreprises	9,9	11	15,5	5,5	10,8	5,8	7,3	4,9
Enseignement, santé	2,5	2,6	3,1	1	2,3	1	1,8	0,8
Services aux ménages	1,1	1,2	1,1	0,9	1	0,8	0,9	0,7

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME ; ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs KZ (activités financières hors holdings) et O (administration).

Note de lecture : Montants retraités de l'estimation des doubles comptes.

a) Le nombre d'unités légales correspond au nombre d'unités entrant dans le périmètre de l'entreprise au sens de la LME, que l'on ait un bilan ou non dans FIBEN.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Annexe 3

### Récapitulatif des principales données et résultats concernant l'ensemble des entreprises en France

## Taux de variation

(en %)

	PME		ETI		GE		Ensemble des entreprises	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Chiffre d'affaires	2,8	1,8	3,3	0,6	1,5	0,2	2,4	0,7
Valeur ajoutée	2,0	1,6	1,6	1,1	- 1,8	4,4	0,3	2,6
Excédent brut d'exploitation	- 4,7	0,1	- 4,3	- 1,3	- 13,3	13,7	- 8,1	5,1
Excédent net d'exploitation	- 9,8	- 1,5	- 8,2	- 1,2	- 22,2	16,6	- 14,1	5,2
Capacité d'autofinancement	- 4,1	0,7	- 7,2	- 2,7	- 7,1	0,1	- 6,6	- 0,5
Capacité nette d'autofinancement	- 12,1	1,4	- 26,9	- 3,3	- 34,7	39,6	- 29,7	20,4
Autofinancement	- 10,2	10,4	- 15,1	- 2,6	- 16,4	- 2,8	- 14,8	0,0
Investissement	- 13,7	- 11,3	- 4,3	- 10,3	3,6	3,9	- 3,4	- 4,3
Capitaux propres	- 0,6	5,6	8,0	1,2	1,7	1,5	2,9	2,0
Endettement financier	3,0	0,1	0,4	- 0,8	3,5	- 1,0	2,6	- 0,8
Trésorerie	4,0	5,3	2,8	8,6	11,2	- 3,9	7,4	1,0

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Ratios

(en %)

	Ratio moyen		1 <sup>er</sup> quartile		Médiane		Dernier quartile	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Excédent brut d'exploitation sur chiffre d'affaires	5,8	6,1	1,8	1,9	5,2	5,1	10,6	10,1
Taux de marge : excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée	21,9	22,7	6,6	6,8	17,2	16,7	31,4	29,6
Rentabilité économique nette : excédent net d'exploitation sur capital d'exploitation	4,7	4,8	1,6	2,0	8,0	8,4	20,5	20,6
Rentabilité financière nette : capacité nette d'autofinancement <sup>a)</sup> sur capitaux propres <sup>a)</sup>	4,4	5,9	2,4	3,1	11,9	12,0	26,4	25,3
Taux d'épargne : autofinancement sur revenu global <sup>a)</sup>	14,2	14,3	2,7	4,2	10,6	11,6	20,2	20,5
Taux d'investissement : investissement d'exploitation sur valeur ajoutée	22,2	21,2	1,0	1,0	4,0	3,8	11,9	11,0
Taux d'endettement : endettement financier <sup>a)</sup> sur capitaux propres <sup>a)</sup>	111,1	106,6	14,6	13,2	52,9	48,1	153,0	135,0
Poids des capitaux propres : capitaux propres <sup>a)</sup> sur total des ressources <sup>a)</sup>	31,5	31,8	21,2	24,2	40,0	42,1	60,5	62,0
Délai apparent de remboursement : endettement financier <sup>a)</sup> sur capacité d'autofinancement <sup>a)</sup>	7,0	6,9	66,9	63,3	204,2	188,0	495,9	442,8
Coût apparent de l'endettement : charges financières <sup>a)</sup> sur endettement financier <sup>a)</sup>	3,7	3,6	2,2	2,1	3,9	3,7	6,1	5,9

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

a) Montants retraités de l'estimation des doubles comptes.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Annexe 4

## Le compte de résultat

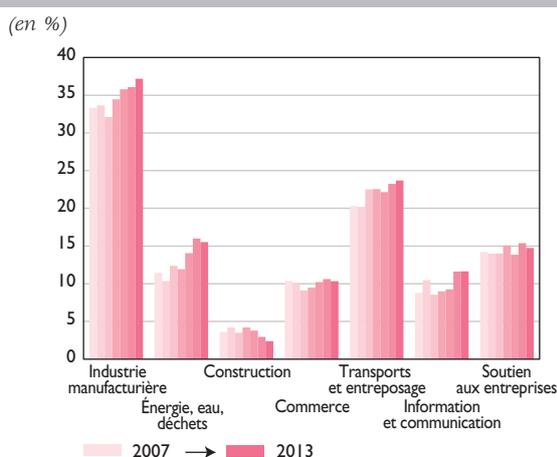
Le compte de résultat								
<i>(en % du chiffre d'affaires)</i>								
	PME		ETI		GE		Toutes tailles	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>						
(+) Production stockée	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	- 0,1	0,1	0,0
(+) Production immobilisée	0,4	0,4	0,3	0,4	1,0	0,9	0,6	0,6
<b>Production et vente de marchandises</b>	<b>100,5</b>	<b>100,3</b>	<b>100,4</b>	<b>100,5</b>	<b>101,0</b>	<b>100,9</b>	<b>100,7</b>	<b>100,6</b>
(-) Coût d'achat des marchandises vendues	35,4	35,8	36,8	37,0	24,6	25,4	31,6	32,1
(-) Coût des matières consommées	12,6	12,5	16,6	16,0	20,8	19,8	17,2	16,6
(-) Achats et charges externes	22,6	22,3	23,0	23,1	29,2	28,4	25,4	25,0
<b>Valeur ajoutée BDF</b>	<b>29,8</b>	<b>29,8</b>	<b>24</b>	<b>24,4</b>	<b>26,4</b>	<b>27,3</b>	<b>26,5</b>	<b>26,9</b>
(+) Subventions d'exploitation	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,8	0,4	0,4
(-) Salaires, traitements et charges sociales	20,8	20,8	15,2	15,4	16,8	16,8	17,3	17,4
(-) Charges de personnel extérieur	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3
(-) Impôts, taxes et versements assimilés	1,5	1,5	1,8	1,8	3,8	3,9	2,5	2,6
(+) Autres produits et charges d'exploitation	- 0,4	- 0,4	- 0,4	- 0,4	0,6	0,5	0,0	0,0
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>
<b>Excédent net d'exploitation</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
(+) Autres opérations hors exploitation	1,9	2,0	3,8	3,5	7,6	6,8	4,8	4,5
<b>Excédent brut global</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>
(-) Intérêts et charges assimilées	1,2	1,0	1,9	1,7	2,6	2,6	2,0	1,9
(-) Participation des salariés	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
(-) Impôt sur les bénéfices	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	1,0	0,8	1,0
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>
(-) Dotations nettes aux amortissements et provisions	3,5	3,3	4,4	4,6	7,9	5,6	5,5	4,7
<b>Capacité nette d'autofinancement</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Résultat net comptable</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME ; ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs KZ (activités financières hors holdings) et O (administration).  
 Les doubles comptes ne sont pas retraités à ce stade.  
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

## Annexe 5

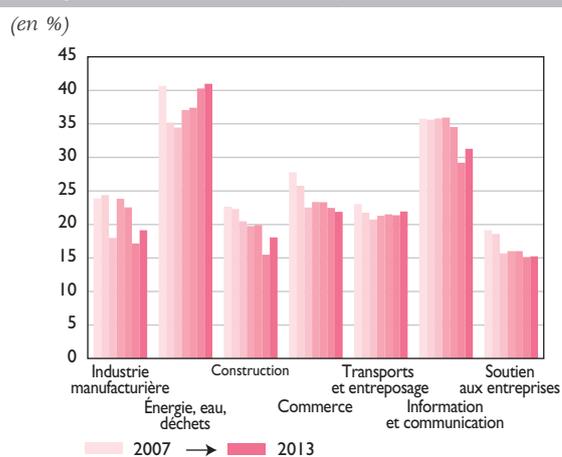
## Graphiques sectoriels

Graphique A Part des exportations dans le chiffre d'affaires



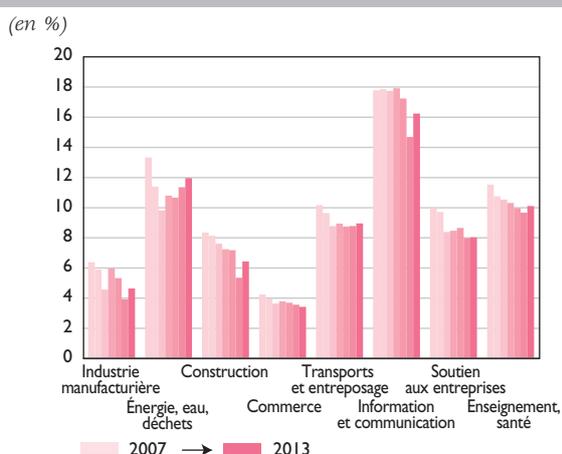
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Graphique B Taux de marge : excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée



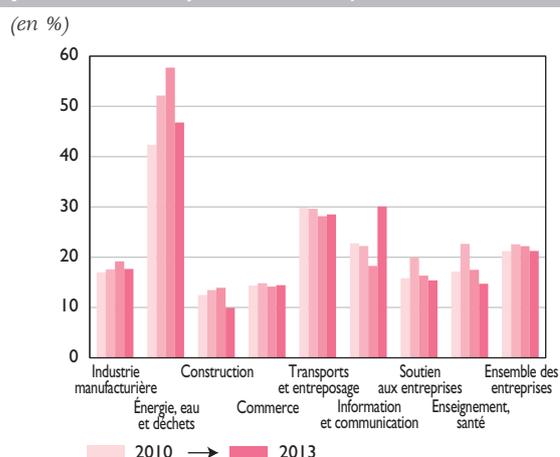
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Graphique C Taux de marge brute d'exploitation : excédent brut d'exploitation sur chiffre d'affaires



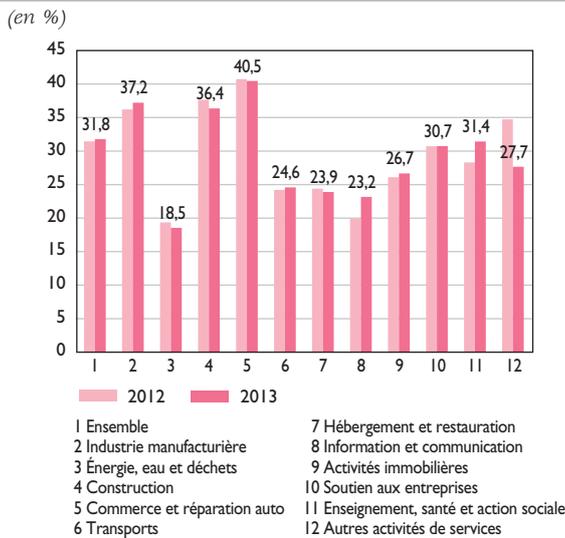
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Graphique D Taux d'investissement : investissement (y compris acquisitions par crédit-bail) sur valeur ajoutée



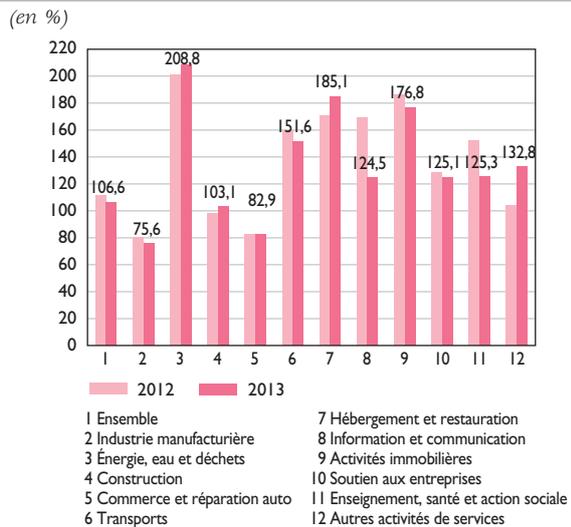
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique E Capitaux propres dans le total des ressources**



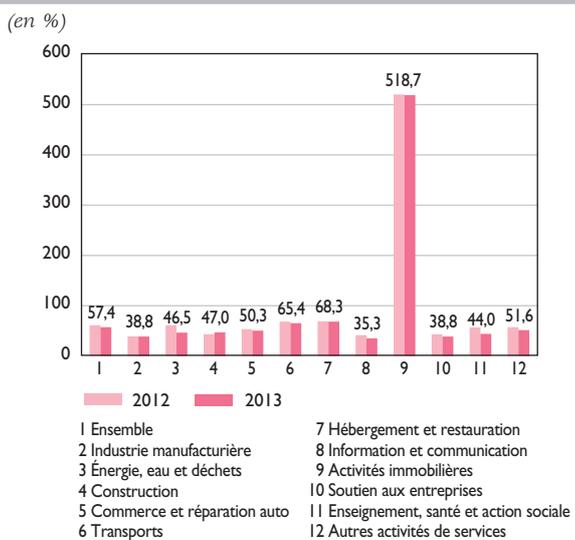
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique F Endettement financier sur capitaux propres**



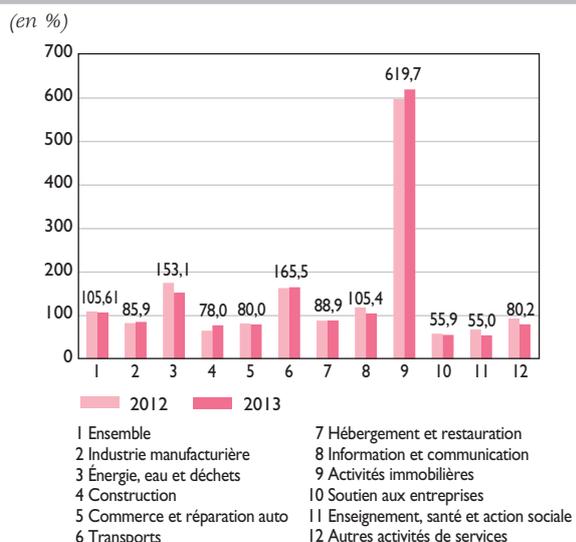
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique G Endettement bancaire sur valeur ajoutée**



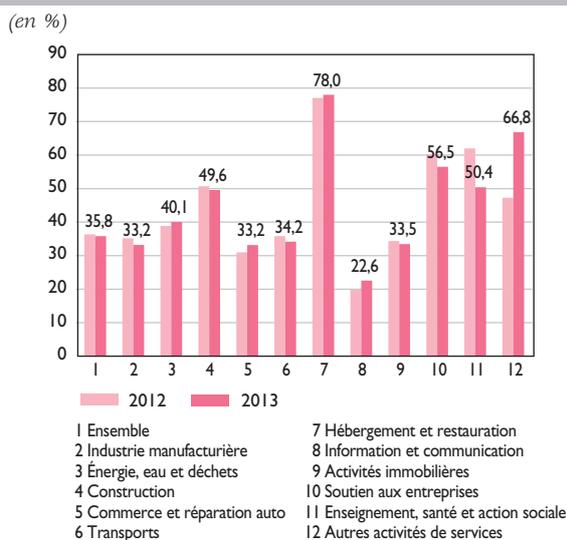
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique H Endettement bancaire et obligataire sur valeur ajoutée**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique I Trésorerie nette sur capitaux propres (retraité)**



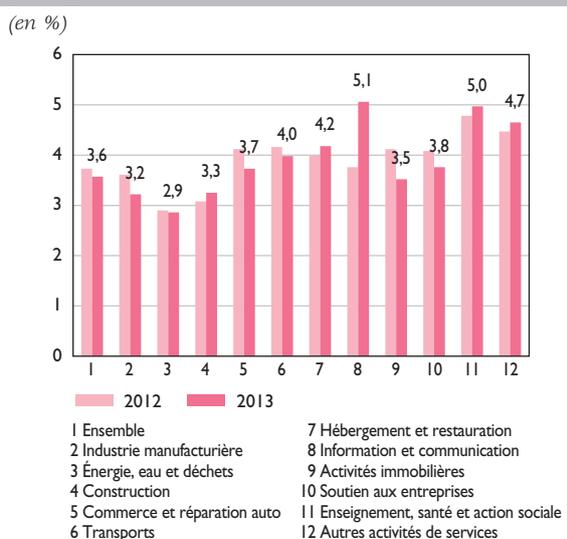
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique J Capacité d'endettement (retraité des doubles comptes)**



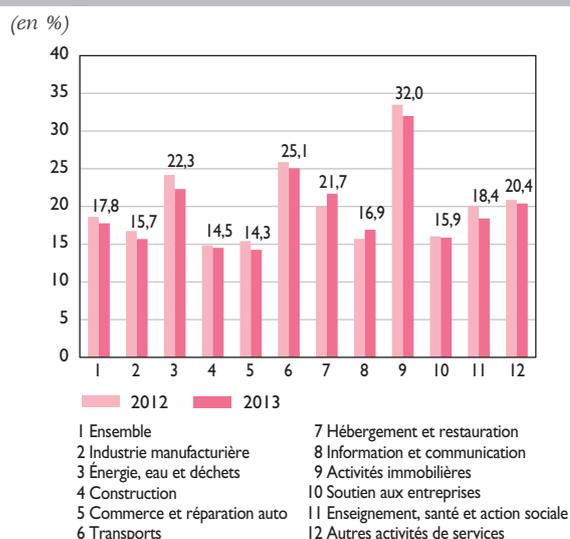
Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique K Coût apparent de l'endettement (charges financières sur endettement financier retraité)**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

**Graphique L Charges financières sur excédent brut global retraité**



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.  
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.



# Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007

---

**Anne-Christèle CHAVY-MARTIN et François SERVANT**

*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

*Fin 2013, les délais clients des entreprises en France remontent d'une journée de chiffre d'affaires, à 45 jours. Leurs délais fournisseurs enchaînent, quant à eux, leur septième année de baisse et se replient d'un jour d'achats à 51 jours. Cet effet de ciseaux obère le solde commercial qui, à 12 jours de chiffre d'affaires, revient à ses points les plus hauts depuis 2007, année précédant les débuts de mise en œuvre de la loi de modernisation de l'économie (LME).*

*La détérioration des conditions de paiement touche tous les grands secteurs d'activité et marque un point d'arrêt dans le processus d'harmonisation des délais entre les différentes catégories d'entreprises, que l'entrée en vigueur de la LME avait contribué à accélérer depuis 2009.*

*En dépit de leur recul sur longue période, les retards de paiement, clients ou fournisseurs, touchent encore près d'un tiers des entreprises en 2013, pour un retard moyen de 31 et 25 jours. Résorber ces retards dans leur totalité libérerait, pour les entreprises concernées, un flux de financement de 9,8 milliards d'euros.*

*À long terme, un acquis important de la LME subsiste, au travers de la réduction des risques. La baisse des délais a ainsi réduit le risque de transmission des difficultés de paiement entre entreprises, tout en permettant aux prêteurs de mieux cerner le risque de crédit.*

Mots clés : délais de paiement, délais clients, délais fournisseurs,  
solde commercial, crédit interentreprises, LME

Codes JEL : L14, L29

## I | Une dégradation des conditions de règlement interentreprises en 2013

### I | La charge du crédit interentreprises augmente d'un jour de chiffre d'affaires

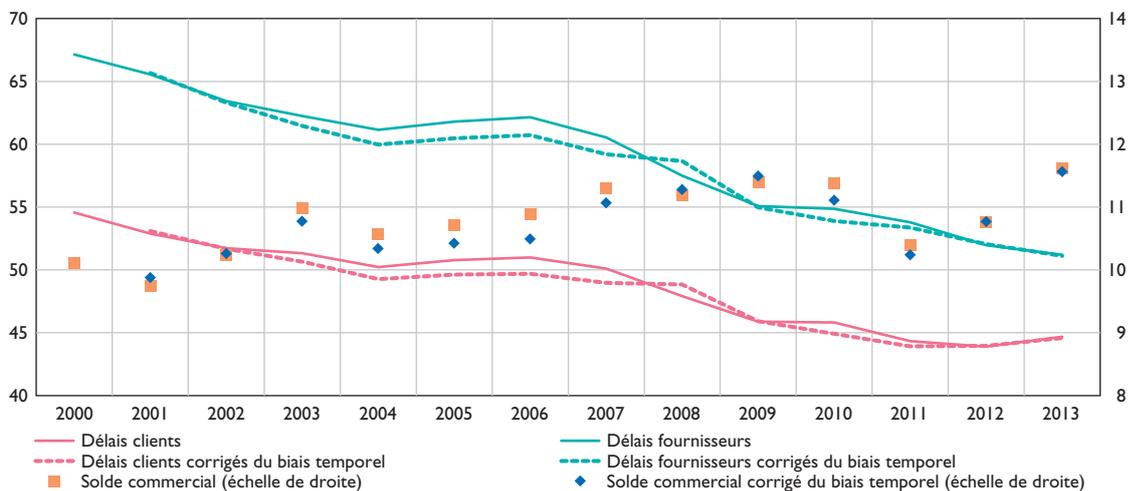
Après six années consécutives de baisse, les délais clients des entreprises augmentent de près d'une journée en 2013, à 45 jours de chiffre d'affaires (cf. graphique 1)<sup>1</sup>. Les délais fournisseurs quant à eux baissent d'un jour, à 51 jours d'achats et inscrivent leur septième année consécutive de baisse. Ces délais sont estimés sur la base des comptes sociaux d'un peu plus de 239 000 unités légales réunies en 171 000 entreprises, à partir des critères statistiques du décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008, pris en application de la loi de modernisation de l'économie (LME) (cf. annexe 1). Pour mémoire, en raison de leur mode de calcul,

les délais sont sous-évalués ou surévalués lorsque surviennent des fluctuations importantes de l'activité en cours d'exercice, comme ce fut le cas entre 2004 et 2006, puis au moment de la crise en 2008-2009. Depuis 2010, en raison d'une conjoncture beaucoup plus lisse, ce biais temporel<sup>2</sup> n'a eu qu'un impact limité sur les délais de paiement.

La différence de trajectoire entre les deux délais, clients en hausse et fournisseurs en baisse, crée un effet de ciseaux défavorable, qui augmente le besoin de financement global des entreprises : réglées plus tardivement qu'en 2012, payant elles-mêmes leurs fournisseurs dans un délai légèrement plus court, les entreprises voient leur solde commercial (ou solde du crédit interentreprises) s'alourdir d'une journée de chiffre d'affaires. Celui-ci équivaut désormais à près de 12 jours de chiffre d'affaires, au-dessus de la moyenne de longue période (11 jours). C'est aussi au-dessus du niveau de la fin 2007, avant que ne soit annoncé le dispositif d'encadrement légal des délais de paiement.

Graphique I Délais de paiement apparents et délais corrigés du biais temporel

(moyennes non pondérées des ratios individuels, délais clients et solde commercial exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs exprimés en jours d'achats)



Champ : Entreprises non financières telles que les définit la loi de modernisation de l'économie (LME).

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

1 Ces résultats sont calculés en moyenne des ratios individuels (chaque entreprise a le même poids, quelle que soit sa taille) calculés à partir des données FIBEN. Depuis fin 2012, les séries publiées portent sur les délais de paiement « nets des avances et acomptes », calculés en prenant en compte l'impact des paiements anticipés, payés ou reçus par les entreprises. Ce mode de calcul réduit le niveau des délais bruts de 1 à 3 jours, selon l'indicateur et l'année considérée (cf. annexe 2).

2 Le calcul des délais peut s'avérer biaisé lorsque la variation annuelle des postes clients et fournisseurs constatée ponctuellement en fin d'année ne coïncide pas avec celle des flux réguliers d'activité. Au numérateur des ratios, les encours clients et les dettes fournisseurs sont en effet une photographie à la clôture de l'exercice, tandis qu'au dénominateur, le chiffre d'affaires et le total des achats enregistrent un flux d'activité calculé sur l'ensemble de l'année. Lorsqu'il prend de l'importance, ce décalage temporel entre les deux composantes des ratios biaise le calcul des délais. Pour plus de détails sur l'estimation de ce biais, cf. Banque de France (2010).

Le repli général des délais clients et fournisseurs, entamé au début des années 2000 et confirmé après l'entrée en vigueur de la LME le 1<sup>er</sup> janvier 2009, n'aura donc pas abouti à un allègement durable de la charge du crédit interentreprises. L'amélioration constatée sur le solde en 2011 (- 1 jour de chiffre d'affaires) se trouve à présent entièrement gommée par la hausse de 2012 (+ une demi-journée de chiffre d'affaires), et plus encore par celle de 2013 (+ 1 jour de chiffre d'affaires).

## I | 2 L'harmonisation des délais entre catégories d'entreprises marque le pas

En instaurant des limites de durées identiques pour toutes les entreprises, indépendamment de leur taille, la LME cherchait notamment à modérer le rapport de force que certains grands donneurs d'ordre – qu'il s'agisse des acteurs publics, État et collectivités locales, des grandes entreprises ou des « grandes » entreprises de taille intermédiaire (ETI) – tendaient à imposer

aux petites et moyennes entreprises (PME). Dans un premier temps, ce processus est allé dans le sens voulu par le législateur en enravant la hausse tendancielle du solde commercial des entreprises en 2008 et 2010, puis en l'allégeant d'une journée de chiffre d'affaires en 2011. Ce processus a plus particulièrement favorisé les ETI et a augmenté la contribution des grandes entreprises au crédit commercial (cf. tableau 1).

Même si ce résultat peut être considéré comme d'une ampleur en définitive limitée, il doit être évalué à l'aune de la conjoncture des années 2008-2010. Confrontées au repli historique de leur activité, beaucoup d'entreprises auraient pu être alors incitées, en l'absence de réglementation, à répercuter leurs difficultés de trésorerie sur leurs fournisseurs. Le risque de tension progressive de l'ensemble des délais clients aurait alors pu se matérialiser, alimentant de nouvelles restrictions de trésorerie. Or, il est intéressant de noter que la plupart des pays européens, qui n'étaient pas dotés d'un dispositif d'encadrement des délais, ont effectivement subi des hausses significatives de délais clients entre 2008 et 2010 (cf. Banque centrale européenne, 2013 et Intrum Justitia, 2008, 2009, 2010).

**Tableau 1 Délais de paiement interentreprises en France (2000-2013)**

(moyennes non pondérées des ratios individuels, délais clients et solde commercial exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats, nombre d'entreprises en milliers)

	Année	Ensemble	PME	ETI	Grandes entreprises
Nombre d'entreprises	2013	171,3	166,5	4,6	0,2
Délais clients	2000	54,6	54,2	69,3	55,4
	2007	50,1	49,8	62,1	52,5
	2012	43,9	43,7	51,2	47,3
	2013	44,7	44,5	52,5	47,3
	Var. 2012/2013	0,8	0,8	1,3	0,0
	Écart-type 2013	(0,1)	(0,1)	(0,6)	(2,5)
Délais fournisseurs	2000	67,1	66,9	74,5	76,5
	2007	60,5	60,3	69,6	71,7
	2012	52,0	51,8	59,7	61,6
	2013	51,2	50,9	60,4	61,9
	Var. 2012/2013	- 0,8	- 0,9	0,7	0,3
	Écart-type 2013	(0,1)	(0,1)	(0,5)	(3,1)
Solde commercial	2000	10,1	9,9	19,3	7,0
	2007	11,3	11,2	16,2	6,9
	2012	10,7	10,7	12,0	7,2
	2013	11,6	11,6	13,0	8,9
	Var. 2012/2013	0,9	0,9	1,0	1,7
	Écart-type 2013	(0,1)	(0,1)	(0,6)	(2,7)

Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

Après 2011, la dynamique de rééquilibrage s'est cependant affaiblie. Elle s'est interrompue en 2013, si bien que toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, sont confrontées à la dégradation de leurs conditions nettes de paiement<sup>3</sup>.

En se plaçant dans une perspective plus longue, les ETI restent depuis le début des années deux mille les seules entreprises à bénéficier d'un allègement conséquent de leur solde commercial (- 6,5 jours de chiffre d'affaires), enregistrant sur l'ensemble de

## ENCADRÉ I

### Différencier les délais de paiement selon la taille des entreprises

En première approche, le calcul des moyennes de délais révèle des niveaux de délais clients relativement courts dans le cas des PME (cf. tableau 1 supra). À l'intérieur même de la catégorie des petites entreprises, celles employant moins de 20 salariés sont payées 12 jours avant les PME employant de 50 à 99 salariés, et 10 jours avant celles de plus de 99 salariés. Pourtant, ces entreprises devraient avoir d'autant plus de mal à obtenir des conditions de règlement avantageuses qu'elles sont plus petites, en raison de l'existence d'un pouvoir de négociation proportionnel à leur taille.

Or, ce lien ne transparaît pas directement dans les séries statistiques par taille d'entreprises. Il est en pratique masqué par un puissant effet de structure, lié au rattachement sectoriel des entreprises, lequel varie d'une classe à l'autre. En effet, des caractéristiques sectorielles aussi variées que l'intensité capitaliste de l'entreprise, l'importance et la nature de ses consommations intermédiaires, la nécessité de constituer des stocks de marchandises ou de produits finis, mais aussi les usages en cours, ou la nature même des relations avec les commanditaires (en particulier la pratique des avances et acomptes à la commande) façonnent les délais de paiement et les différencient d'une branche d'activité à l'autre. De la même manière, l'indépendance de l'entreprise, ou au contraire son rattachement à un groupe, détermine en partie le niveau des délais (effet propre à la nature juridique de l'entreprise).

La faiblesse relative des délais des PME s'explique ainsi pour partie par le poids relatif des entreprises du commerce de détail et de l'hébergement restauration (51 % contre 37 % dans le cas du regroupement ETI + grandes entreprises), deux secteurs dans lesquels les clients règlent majoritairement au comptant. On peut neutraliser cette influence en corrigeant les délais de l'hétérogénéité liée au secteur et à la nature juridique en recourant à une analyse de variance. Les délais sont alors estimés pour chaque catégorie de taille, « toutes choses égales par ailleurs ». Ces estimations s'accordent mieux avec l'hypothèse d'un pouvoir de négociation croissant avec la taille : au risque d'erreur de 5 %, les délais clients « toutes choses égales par ailleurs » sont compris entre 49 et 57 jours pour les PME, entre 47 et 53 jours pour les ETI, 43 et 53 jours pour les grandes entreprises.

Tableau Délais clients en 2013, par taille d'entreprise et tranche d'effectif salarié

(en jours de chiffre d'affaires)

Tailles	Effectif salarié	Ratio apparent (moyenne des ratios individuels, calculée pour chaque taille)	Ratio estimé pour chaque taille, « toutes choses égales par ailleurs »	Intervalles de confiance à 95 % associés à l'estimation	
PME	moins de 20	41,6	53,4	52,1	54,6
	20 à 49	52,5	55,4	54,1	56,7
	50 à 99	53,4	53,9	52,5	55,4
	100 à 249	51,4	50,5	48,9	52,1
ETI	250 à 499	51,1	49,4	47,4	51,5
	500 à 4 999	55,1	50,4	48,3	52,6
Grandes entreprises	5 000 et plus	47,3	47,7	42,5	52,8

Champ : Cf. graphique 1.

Source : FIBEN, novembre 2014.

<sup>3</sup> En ce qui concerne les grandes entreprises, la précision des résultats doit être considérée avec une certaine prudence. En raison de leur faible nombre (210 en 2013 pour notre analyse), les moyennes calculées pour ces entreprises sont plus sensibles aux valeurs extrêmes et dans l'ensemble plus dispersées. Les valeurs extrêmes sont toutefois concentrées sur trois secteurs : l'agriculture, la construction et les autres activités de services. Pour les autres secteurs (65 % des entreprises), les délais individuels sont plus homogènes.

la période une baisse massive de leurs délais clients (- 17 jours). Dans le cas des PME, ce solde s'est au contraire détérioré, à hauteur d'une journée de chiffre d'affaires, dans la mesure où les baisses constatées sur les délais clients (- 10 jours) ont été doublées d'un effort notable et constant d'accélération des paiements fournisseurs (- 16 jours). Les grandes entreprises ont elles aussi avancé leurs règlements, notamment à partir de 2008 (- 10 jours gagnés entre 2008 et 2013).

Ces comparaisons par taille d'entreprise se concentrent ici sur les évolutions observées entre deux dates. La présence d'effets de structure dans chaque classe de taille d'entreprise nécessite, si l'on veut comparer les niveaux eux-mêmes, de corriger les délais moyens de ces effets (cf. encadré 1).

### I | 3 Le solde commercial remonte dans l'ensemble des grands secteurs

Si le niveau des délais de paiement varie fortement d'un secteur d'activité à l'autre, un point commun se dégage en 2013 : dans tous les secteurs sous revue, le solde du crédit interentreprises s'alourdit (cf. tableau 2).

Trois secteurs, déjà fortement prêteurs, apparaissent plus particulièrement pénalisés :

- dans la construction (une entreprise sur six), les délais fournisseurs augmentent très modérément à 58 jours. Les clients mettant une journée et demie de plus à honorer leurs factures (à 64 jours soit 4 jours au-dessus de la limite légale des 60 jours), le solde commercial, d'un niveau déjà élevé, se dégrade d'une journée, pour la deuxième année consécutive (à 27 jours de chiffre d'affaires). Depuis 2007, ce secteur a vu sa situation se détériorer indéniablement, supportant une hausse de son solde commercial de 4 jours de chiffre d'affaires. L'encadrement légal des délais ne l'a donc pas mis à l'abri de ses difficultés récurrentes de trésorerie. Ce secteur semble par ailleurs continuer d'éprouver des difficultés pour recouvrer ses créances auprès des grands donneurs d'ordre, tant privés que publics (cf. Observatoire des délais de paiement, rapport 2013) ;

- dans l'industrie (une entreprise sur six), le niveau moyen des délais de paiement s'établit à 56 jours<sup>4</sup>. En baisse d'un jour d'achats du côté des délais fournisseurs et en hausse d'un jour de chiffre d'affaires du côté des délais clients (si bien que le solde commercial s'alourdit d'une journée à 20 jours de chiffre d'affaires). Toutefois, l'évolution du crédit

**Tableau 2 Délais de paiement par secteur NAF, hors industrie manufacturière (2000-2013)**

(moyennes non pondérées des ratios individuels (nombre d'entreprises en milliers, délais clients et solde commercial en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats))

	Nombre d'entreprises	Délais clients				Délais fournisseurs				Solde commercial			
		2000	2007	2012	2013	2000	2007	2012	2013	2000	2007	2012	2013
Tous secteurs (ensemble de l'économie) dont :	171,3	54,6	50,1	43,9	44,7	67,1	60,5	52,0	51,2	10,1	11,3	10,8	11,6
Industrie manufacturière	26,8	72,9	68,8	55,7	56,2	77,8	70,8	56,9	56,5	23,2	23,8	19,3	20,1
Construction	28,2	70,4	66,3	62,5	64,1	78,9	69,1	57,5	58,0	21,8	23,2	26,2	27,5
Commerce et réparation automobile	69,9	35,8	31,7	26,3	26,4	56,5	51,6	43,7	43,0	- 9,1	- 8,6	- 7,5	- 6,9
Transports et entreposage	7,3	71,1	58,2	54,8	54,7	57,6	47,3	43,1	42,9	35,6	29,3	27,7	27,9
Hébergement et restauration	8,0	7,8	6,4	4,8	4,8	51,1	49,7	46,0	45,0	- 17,3	- 17,7	- 18,9	- 18,4
Information et communication	4,4	90,1	86,8	77,8	77,2	86,6	78,4	72,5	70,8	41,5	46,1	40,5	41,4
Activités immobilières	2,9	18,6	23,9	23,8	26,9	61,3	56,1	60,1	56,5	- 5,9	3,3	4,8	6,0
Soutien aux entreprises	17,1	82,6	82,0	76,3	76,9	76,0	68,6	61,8	61,4	44,6	49,3	47,1	48,4

Champ : Cf. graphique 1.

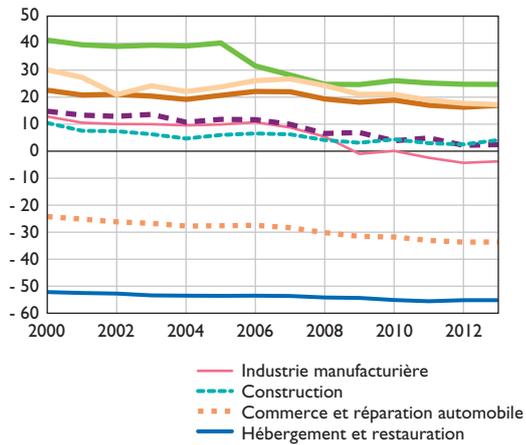
Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

4 Cf. annexe 3 pour le détail des sous-secteurs de l'industrie.

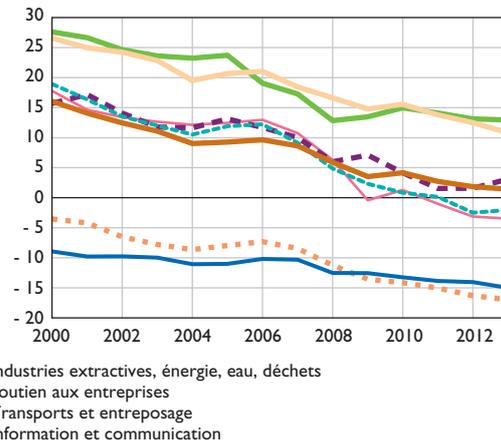
**Graphiques 2 Écarts entre la moyenne observée sur le secteur et la limite imposée par la loi : 60 jours, sauf transport : 30 jours (2000-2013)**

(en nombre de jours)

**a) Délais clients**



**b) Délais fournisseurs**



Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

interentreprises reste bien orientée sur longue période, avec un gain de près de 4 jours acquis depuis fin 2007 ;

- les entreprises spécialisées dans les activités de soutien (une entreprise sur dix) demeurent les principales contributrices au crédit interentreprises en 2013. Elles sont davantage sollicitées qu'en 2012, leur solde commercial passant de 47 à 48 jours. Ces entités sont principalement des petites structures, susceptibles d'être contraintes par un rapport de force défavorable vis-à-vis de leurs clients.

À l'inverse, le crédit interentreprises constitue une ressource financière structurelle pour deux secteurs, le commerce (41 % des entreprises) et l'hébergement restauration (5 % des entreprises). Dans les deux cas, l'existence d'une large clientèle de ménages, associée à la pratique du règlement immédiat, concourent à un solde commercial systématiquement négatif (-7 jours de chiffre d'affaires pour le commerce et -18 jours pour l'hébergement restauration, à chaque fois en légère dégradation).

Le secteur du transport fait pour sa part l'objet d'une réglementation particulière, qui plafonne depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006 les durées de paiement interentreprises à 30 jours (art. 441-6 du *Code de commerce*). Cette disposition a permis une forte baisse des délais de paiement depuis fin 2005,

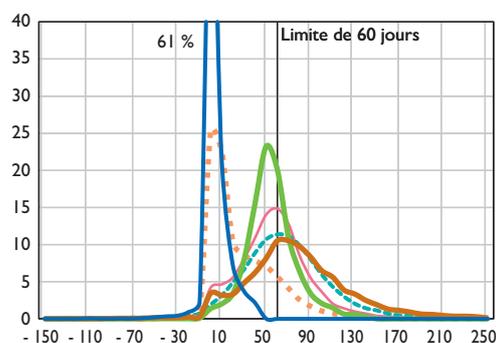
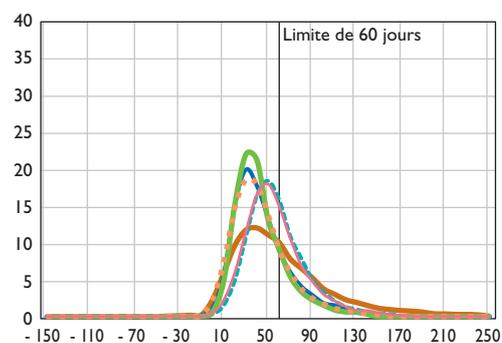
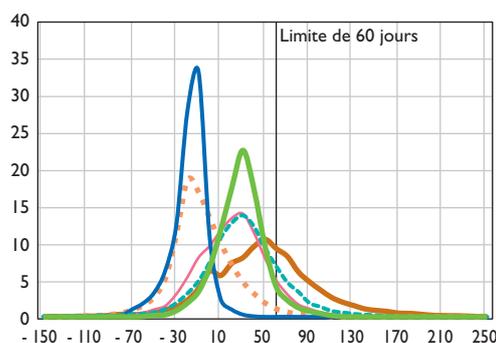
de 11 jours pour les délais fournisseurs et de 15 jours pour les délais clients. Cependant, huit ans après ce plafonnement, la limite des 30 jours est encore loin d'être respectée. Elle place même le secteur en première position sur le plan de la non-conformité des délais (cf. graphique 2 *supra*). À la fin de l'année 2013, les délais de paiement clients et fournisseurs s'élèvent ainsi en moyenne à 55 jours de chiffre d'affaires et 43 jours d'achats. Le secteur supporte dès lors un décalage de trésorerie significatif en très légère croissance sur un an, d'un peu moins de 28 jours de chiffre d'affaires.

Enfin la superposition des courbes de distribution des délais par secteur donne une représentation relativement parlante de l'hétérogénéité propre à chaque segment d'activité : plus une courbe est aplatie, plus nombreuses sont les entreprises à présenter un délai de paiement éloigné de la moyenne (cf. graphiques 3). On identifie clairement la situation défavorable de la construction et des activités de soutien aux entreprises, avec des pics de distribution décalés sur la droite (traduisant des délais plus longs et une proportion supérieure de paiements retardataires). L'avantage propre aux entreprises du commerce et de l'hébergement restauration, avec des courbes nettement décalées vers la gauche et une forte concentration des délais autour de la moyenne, est également bien visible.

**Graphiques 3 Dispersion des délais de paiement des entreprises en 2013 :**

Distribution des entreprises selon leur délai de paiement

(en % ; délais clients et solde commercial en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats)

**a) Délais clients****b) Délais fournisseurs****c) Solde commercial**

— Industrie manufacturière  
 - - - Construction  
 . . . Commerce  
 — Hébergement et restauration  
 — Soutien aux entreprises  
 — Transports et entreposage

Note : Représentation graphique tronquée à -150 et +300 jours.  
 Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

## 2| Le respect strict de la LME : une ressource potentielle de 10 milliards d'euros pour les entreprises

### 2| I En 2013, les retards de paiement touchent plus du tiers des entreprises...

Au plan individuel, plus d'une entreprise sur trois reste concernée par un retard de paiement, retard ici caractérisé par le calcul d'un ratio individuel non conforme à la limite légale des 60 jours (cf. graphiques 4). La proportion d'entreprises en situation de retard s'est significativement affaiblie en cinq ans, de même que le niveau moyen des retards. En 2013, 33 % des entreprises sont confrontées à des retards de paiement clients et 31 % à des retards fournisseurs (pour des retards moyens de 31 et 25 jours), contre 40 et 45 % en 2007 (retards moyens de 35 et 36 jours).

Cependant, cette proportion s'accroît pour la première fois en six ans, même si les retards restent de durée limitée (inférieure à 30 jours dans 62 % des cas du côté des délais clients et dans 66 % des cas du côté des délais fournisseurs).

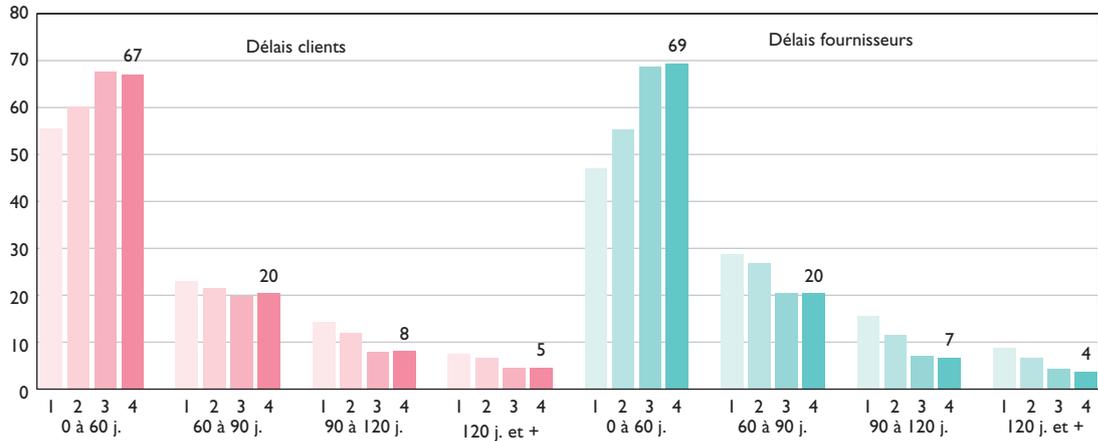
La répartition des retards par tranche de durée et par taille d'entreprise indique un rebond des retards longs, notamment imposés par les ETI et les grandes entreprises à leurs fournisseurs. Certaines entreprises semblent à nouveau tentées de différer leurs paiements et le rapport de force qu'elles peuvent faire valoir face à des structures plus petites peut les y inciter. De fait, en 2013, plus d'une grande entreprise sur deux règle ses fournisseurs avec retard, contre seulement une PME sur trois.

En ce qui concerne les délais clients en revanche, la part des encaissements réalisés dans les 60 jours est équivalente entre grandes entreprises et PME (65 % et 67 % respectivement), même si l'effet sectoriel précédemment commenté peut expliquer en partie cet équilibre.

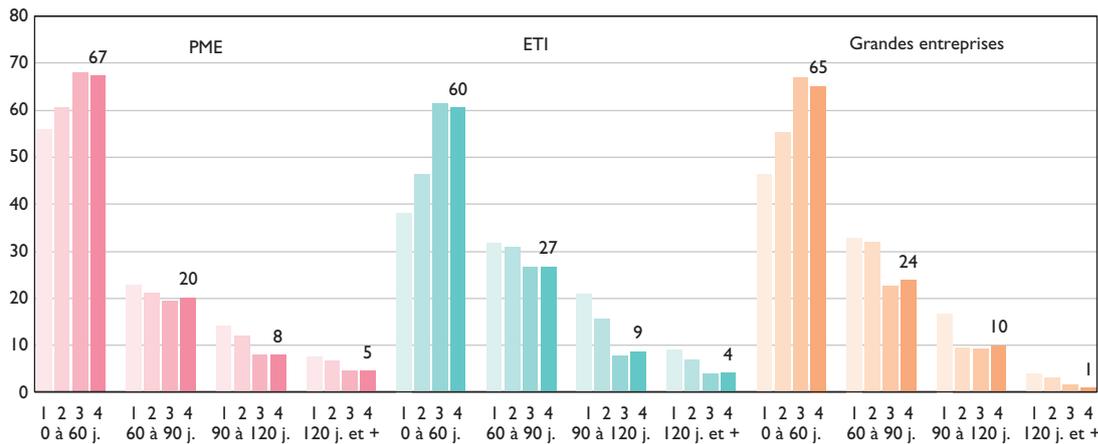
**Graphiques 4 Répartition des délais de paiement par tranches de délais et taille d'entreprise**

(en %, délais clients exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats)

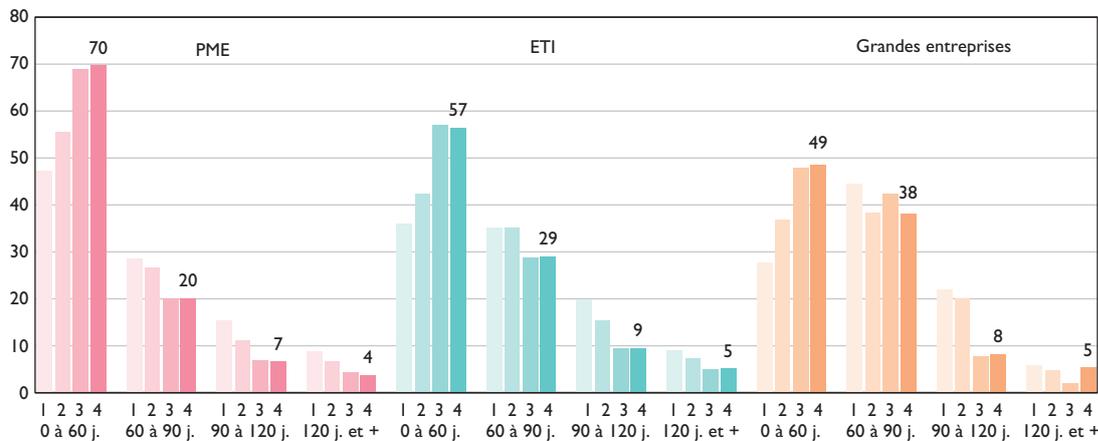
**a) Toutes tailles**



**b) Délais clients par taille**



**c) Délais fournisseurs par taille**



Note : 1 = 2000, 2 = 2007, 3 = 2012, 4 = 2013

Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

## ENCADRÉ 2

### Les écarts entre régions proviennent essentiellement des différences de tissus économiques

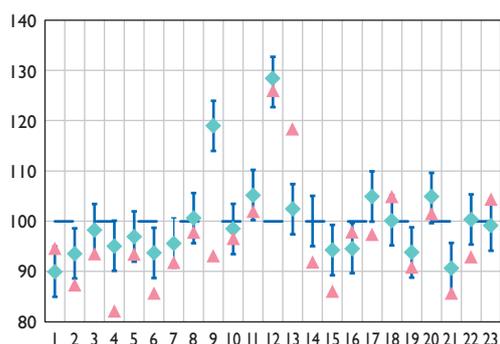
Les niveaux des délais moyens de paiement varient d'une région à l'autre, mais l'analyse des disparités doit être conduite avec prudence. Comme dans le cadre de l'étude par tailles d'entreprises, l'analyse géographique des délais est biaisée par des effets de composition (secteurs et tailles dans le cas présent) qui différencient la population des entreprises de chaque région. La comparaison des délais moyens « toutes choses égales par ailleurs », montre des comportements de paiement beaucoup moins divergents qu'il ne semblait à première vue, en particulier pour les régions Île-de-France, Basse-Normandie et Rhône-Alpes (cf. graphiques infra).

Par ailleurs, la plupart des intervalles de confiance se recoupent, ce qui d'un point de vue statistique signifie que les délais moyens estimés « toutes choses égales par ailleurs » ne peuvent être considérés comme fondamentalement différents les uns des autres, même si des comparaisons deux à deux peuvent révéler la présence d'écarts significatifs : Haute-Normandie et Poitou-Charentes par exemple. Seuls deux ensembles se différencient véritablement en 2012 et 2013, la Corse et les départements d'outre-mer.

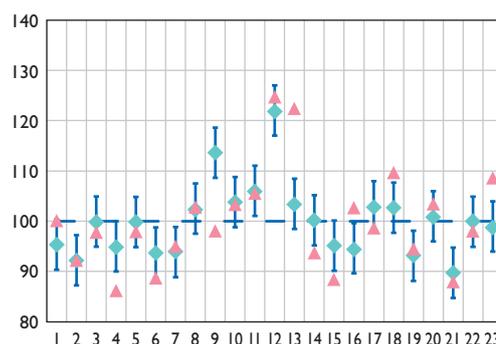
#### Graphiques Délais clients par région en 2012 et 2013

Moyennes des délais individuels, exprimés en pourcentage de la moyenne nationale

## a) 2012



## b) 2013



▲ Moyennes de ratios

◆ Moyennes estimées toutes choses égales par ailleurs (et intervalles de confiance à 95 %)

1 Alsace

2 Aquitaine

3 Auvergne

4 Basse-Normandie

5 Bourgogne

6 Bretagne

7 Centre

8 Champagne-Ardenne

9 Corse

10 Franche-Comté

11 Haute-Normandie

12 DOM et Mayotte

13 Île-de-France

14 Languedoc-Roussillon

15 Limousin

16 Lorraine

17 Midi-Pyrénées

18 Nord-Pas-de-Calais

19 Pays de la Loire

20 Picardie

21 Poitou-Charentes

22 Provence-Alpes-Côte-d'Azur

23 Rhône-Alpes

Champs : Unités légales.

Source : Banque de France - Base FIBEN, données à fin octobre 2014.

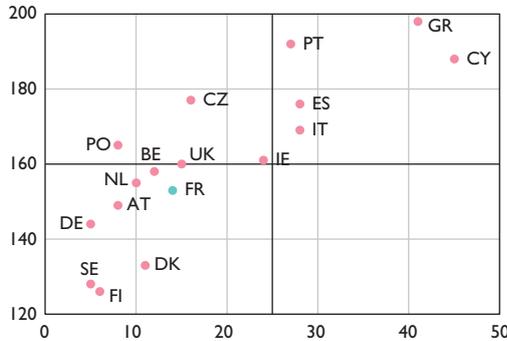
## 2|2 ...ce qui situe la France dans une position médiane en Europe...

Dans son enquête annuelle *European Payment Index* réalisée au premier trimestre 2014, la société de recouvrement et crédit management Intrum Justitia estime que les délais et les retards de paiement en

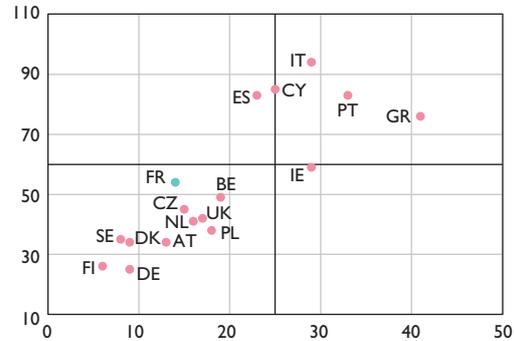
France s'élèvent à, respectivement, 40 et 14 jours. La France occupe une position relativement médiane dans un paysage européen très hétérogène, clivé entre les pays du Nord faisant figure de bons élèves, et ceux du Sud dans lesquels les délais et retards moyens sont les plus élevés : Allemagne (délai moyen de paiement 34 jours, retard moyen 9 jours), Suède (35 et 8), Finlande (26 et 6), Italie (94 et 29), Espagne (83 et 23), Portugal (83 et 33) (cf. graphiques 5).

**Graphiques 5 Délais et retards de paiement en Europe (2014)**

(ordonnées : indice de paiement ; abscisses : poids des créances de plus de 90 jours en % des créances totales)



(ordonnées : délai moyen de paiement en jours ; abscisses : retard moyen de paiement en jours)



Note : L'indice de paiement calculé par Intrum Justitia a été développé pour comparer les risques de paiement de différentes économies. Il est basé sur 8 sous-indices obtenus à partir de 21 informations clés (données financières, prévisions de délais, éléments explicatifs des retards, etc.). Il est mesuré sur une échelle allant de 100 (absence totale de risques associée à un paiement à la livraison) à 200 (niveau maximal de risques). Le risque est considéré de faible intensité jusqu'à la valeur de 129 ; à partir de 150, une intervention destinée à réduire le niveau de risques est jugée indispensable. Entre 2012 et 2013, l'indice calculé pour la France est passé de 152 à 153.  
Source : Intrum Justitia, European Payment Index, 1<sup>er</sup> trimestre 2014.

**2 | 3 ...et implique des charges implicites de trésorerie pour certaines catégories d'entreprises**

Pour mesurer l'impact des retards de règlement sur la trésorerie des entreprises, la simulation d'une application immédiate et généralisée des dispositions légales (à savoir le respect d'un délai de 60 jours par toutes les entreprises présentant un délai supérieur à cette durée) est effectuée. Elle consiste à déterminer pour chaque entreprise le retard qu'elle doit résorber (en jours de chiffre d'affaires ou d'achats), puis à le convertir en euros. La somme de tous les retards donne une estimation du transfert maximal attendu pour chaque catégorie d'entreprise (cf. tableaux 3 et 4 et annexe 4).

Alors que le solde du crédit interentreprises s'alourdit en 2013, le transfert financier potentiel dégagé pour l'ensemble des entreprises baisse quant à lui de 4 milliards d'euros en un an. En effet, les volumes des règlements retardataires (en baisse tendancielle depuis 2007) se sont repliés plus fortement du côté des créances clients (- 5,8 milliards d'euros) que des dettes fournisseurs (- 1,8 milliard d'euros). Cette baisse des volumes de retards clients va de pair avec leur multiplication en nombre telle qu'évoquée plus haut (y compris dans la catégorie des retards longs allant de 90 à 120 jours). Une majorité de ces retards touche en effet des petites entreprises, pour lesquelles les transferts, une fois les retards exprimés en montant, resteraient modestes en comparaison des grandes entreprises.

**Tableau 3 Encours des créances clients et des dettes fournisseurs situées au-delà de 60 jours, ventilés par classes de délais fournisseurs et clients associé à chaque unité légale (2007-2013)**

(en milliards d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Encours des créances clients de plus de 60 jours de maturité	127,0	119,8	102,4	104,6	105,7	101,8	96,0
Encours des dettes fournisseurs de plus de 60 jours de maturité	108,7	110,8	94,6	97,6	94,7	88,0	86,2
Trésorerie libérée pour les entreprises en cas de retour à 60 jours (créances clients – dettes fournisseurs)	18,3	9,0	7,8	7,0	11,0	13,8	9,8
– transferts vers les PME	17,6	17,1	14,6	15,9	16,5	15,3	14,9
– transferts vers les ETI	2,0	4,6	4,2	3,7	6,9	6,2	3,8
– transferts vers les grandes entreprises	- 1,2	- 12,8	- 11,0	- 12,5	- 12,3	- 7,8	- 9,0
<b>Variation annuelle : gain (-) ou perte implicite (+) de trésorerie</b>	<b>-</b>	<b>- 9,3</b>	<b>- 1,2</b>	<b>- 0,8</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>- 4,0</b>

Champ : Unités légales.  
Source : Banque de France, FIBEN, novembre 2014.

Tableau 4 Trésorerie libérée en cas de retour à 60 jours ventilée par secteurs (2007-2013)

(en milliards d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Trésorerie libérée pour les entreprises en cas de retour à 60 jours (créances clients – dettes fournisseurs)	18,3	9,0	7,8	7,0	11,1	13,8	9,8
dont :							
– transferts vers les activités de soutien	7,7	7,0	6,3	6,7	7,5	7,8	7,8
– transferts vers la construction	4,0	3,6	4,6	6,0	7,9	7,9	6,7
– transferts vers les industries extractives	2,5	0,7	0,8	1,0	1,1	2,2	1,8
– transferts vers l'industrie manufacturière	3,9	5,9	3,0	- 2,7	- 0,1	- 1,2	- 2,9
– transferts vers le transport et entreposage	4,8	- 3,0	- 1,1	- 0,9	- 2,5	- 1,6	- 1,7
– transferts vers le commerce et hébergement restauration	- 3,1	- 3,6	- 3,2	- 2,5	- 2,2	- 3,1	- 2,1
– transferts vers l'information communication	- 2,3	- 2,6	- 2,7	- 2,2	- 2,3	0,6	- 1,2
<b>Variation annuelle : gain (-) ou perte implicite (+) de trésorerie</b>	<b>-</b>	<b>- 9,3</b>	<b>- 1,2</b>	<b>- 0,8</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>- 4,0</b>

Champ : Unités légales.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

Les transferts financiers qui s'opéreraient en cas de respect total de la loi, entre entreprises d'une part, entre les entreprises et les autres secteurs d'autre part, représentent toujours un enjeu considérable en termes de financement. Les PME recevraient ainsi 14,9 milliards d'euros et les ETI 3,8 milliards. Actuellement ces ressources bénéficient aux grandes entreprises à hauteur de 9 milliards d'euros, aux acteurs publics (État et collectivités locales) et aux non-résidents pour le solde, soit 9,8 milliards d'euros.

Ce même calcul, opéré au niveau des secteurs d'activité montre que les principaux bénéficiaires seraient les activités de soutien pour 8 milliards d'euros, et la construction pour 7 milliards. L'industrie manufacturière notamment les financerait pour 3 milliards, le transport pour 2 milliards, le commerce et l'hébergement restauration pour 2 milliards<sup>5</sup>. L'évolution des transferts potentiels entre secteurs depuis 2007 confirme la dégradation des conditions de paiement dans la construction relevée plus haut, et montre que les retards subis par le secteur sont de plus en plus importants en montants. Le retournement de situation dans l'industrie manufacturière (secteur bénéficiaire de la trésorerie libérée jusqu'en 2009, et financeur à partir de 2010) est dû à l'effet conjugué des fortes évolutions dans deux de ses sous-secteurs. Dans la fabrication du matériel de transport, secteur financeur, les sommes rendues augmentent fortement de 2,6 milliards

d'euros en 2007 à 5,2 milliards en 2013, tandis que dans la fabrication d'autres produits industriels, secteur bénéficiaire, les transferts reçus baissent fortement de 5,4 milliards d'euros en 2007 à 1,5 milliard en 2013.

### 3 | Avec la baisse des délais, le risque pesant sur les entreprises et les banques s'allège

#### 3 | I Le risque de transmission des retards et des défaillances diminue

Pour une entreprise et en l'absence de ressources de financement externes, l'existence de durées d'encaissement (délais clients) supérieures aux délais de décaissement (délais fournisseurs) restreint la liquidité et peut rapidement conduire à une situation financière délicate par l'assèchement de la trésorerie disponible. En ce sens, des délais clients élevés entraînent le plus souvent un solde commercial défavorable, lequel peut être lu comme un indicateur avancé d'une trésorerie étroite, voire d'une structure financière fragile. Un tel indicateur conduit bien sûr à une approximation, dans la mesure où dans un certain nombre de cas, des ressources alternatives de financement sont mobilisées par le chef d'entreprise<sup>6</sup>.

5 La contribution du transport peut surprendre, dans la mesure où ce secteur présente un solde commercial élevé. Ce niveau résulte de la structure de l'ensemble des délais. Un secteur peut ainsi supporter un solde élevé dès lors que le décalage entre délais clients et délais fournisseurs est important, indépendamment de tout retard de paiement. Le transfert potentiel est pour sa part calculé à partir des volumes de retards clients et fournisseurs (dans le cas présent, le volume de retards fournisseurs à résorber est plus important que le volume des retards clients).

6 Notamment dans toutes les situations où le jugement porté sur l'entreprise ne conduit pas les prêteurs externes à restreindre le crédit.

**Tableau 5 Part des dettes fournisseurs portées par les entreprises concernées par un retard de paiement – Toutes tailles d’entreprises (2013)**

(en % des dettes fournisseurs)

Entreprises dont les clients excèdent :	2007	2013
90 jours	26,9	19,2
120 jours	10,7	7,8
150 jours	4,3	3,1

Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

À partir d’approches économétriques basées sur l’estimation d’une probabilité de défaillance par tranche de délai, diverses études ont établi un lien de causalité plus solide entre la longueur des délais de paiement et l’existence de facteurs menaçant la survie de l’entreprise. Pour Altares par exemple, la probabilité de défaillance augmente de manière exponentielle à partir de 30 jours de retard sur la date initiale de paiement : elle est multipliée par 6 à 30 jours de retard et par 11 à 69 jours de retard.

L’entreprise peut desserrer la contrainte financière éventuellement posée par les prêteurs externes en reportant sur ses fournisseurs les délais d’encaissement qu’elle doit financer. Ce mécanisme ne peut être assimilé en lui-même à une mauvaise pratique (du type de celles signalées par le rapport annuel de l’Observatoire des délais de paiement depuis plusieurs années) tant qu’il ne procède pas d’une intention délibérée de contourner la loi par le recours à des procédés abusifs. Il limite néanmoins la transmission des effets attendus de la LME et favorise la multiplication des retards. Cet effet de contagion peut être important si l’on considère qu’une part significative des dettes commerciales se trouve encore portée par des entreprises confrontées à des délais clients élevés (cf. tableau 5). Pour autant, la répartition des dettes fournisseurs en fonction des classes de délais clients révèle un effet important de la LME : entre 2008 et 2013, le poids des dettes fournisseurs portées par les entreprises réglées au-delà de 90 jours s’est réduit de près d’un tiers, chutant de 27 à 19 %.

### 3|2 Le risque de crédit est mieux évalué par les banques

L’objectif de réduction des risques souhaité par le législateur en 2008 est également vérifié s’agissant du

**Tableau 6 Part de l’endettement porté par les entreprises concernées par un retard de paiement clients (2013)**

(en % du total dans la catégorie d’endettement)

Entreprises dont les clients excèdent :	90 jours	120 jours	150 jours
Endettement bancaire à moyen et long terme			
2007	12,0	3,0	1,4
2013	7,4	2,3	1,0
Endettement bancaire à court terme			
2007	31,4	8,4	2,7
2013	9,1	2,1	0,8
Engagements de crédit-bail			
2007	23,3	8,1	2,7
2013	11,9	4,2	2,0

Champ : Unités légales.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

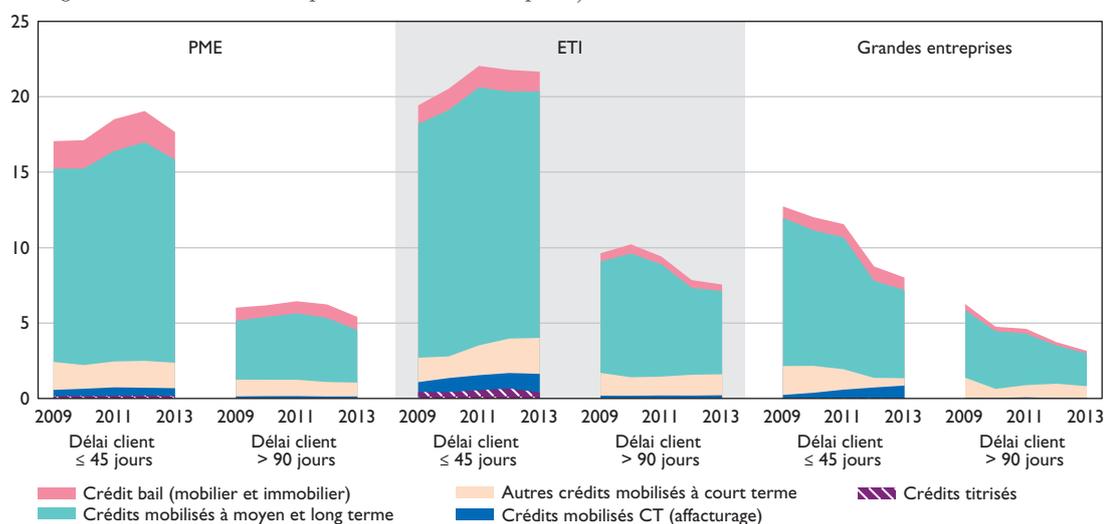
risque de crédit. Toujours selon l’idée que des délais clients élevés vont de pair avec un poids élevé des retards et une probabilité plus forte de défaut de paiement, la baisse des délais opérée depuis cinq ans se double d’une réduction importante de l’exposition du secteur bancaire aux emprunteurs *a priori* les plus risqués (cf. tableau 6). Cette baisse est spectaculaire pour certains types de crédits, comme dans le cas du crédit à court terme (la part portée sur la tranche de délais supérieurs à 90 jours est divisée par trois en cinq ans).

Une partie de cette évolution procède il est vrai d’un effet relativement mécanique : payées plus tôt, les entreprises réduisent (à stocks et délais fournisseurs constants) leur besoin en fond de roulement (BFR) et ont donc moins recours au financement à court terme. La part des crédits à court terme dans l’endettement bancaire des entreprises est ainsi réduite par rapport à celle des crédits à moyen et long terme.

Cependant, la baisse des délais est aussi de nature à accentuer les propriétés discriminantes de délais de paiement longs pour l’octroi de crédit. Dans un environnement désormais caractérisé par une contrainte légale forte, l’identification répétée de retards de paiements pour une entreprise signale aussi, de manière plus claire, son éventuelle fragilité : soit que la chaîne de commande se trouve fragilisée (les clients peinent à régler dans les temps, ce qui incite à s’interroger sur la pérennité de l’activité), soit que l’emprunteur éprouve lui-même des difficultés à régler ses fournisseurs dans les temps (signe précurseur d’une défaillance). Dès lors, les banques disposent d’un indicateur plus efficace pour fixer les conditions d’allocation des crédits.

**Graphique 6 Structure des encours de crédits mobilisés et titrisés déclarés à la Centrale des risques selon l'importance des délais clients des bénéficiaires (entre 2009 et 2013)**

(en % de la moyenne des crédits mobilisés par l'ensemble des entreprises)



Champ : Unités légales.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

L'analyse des volumes relatifs de crédits déclarés par les banques à la Centrale des risques pour deux catégories fortement différenciées d'entreprises, celles réglées sous 45 jours et celles réglées au-delà de 90 jours, donne une autre illustration de ce mécanisme (cf. graphique 6). Les entreprises situées sous le seuil des 45 jours concentrent près de la moitié (47,3 %) du total des crédits bancaires en 2013. Cette proportion s'est significativement accrue pour les PME et les ETI, passant de 36,5 % des crédits à 39,3 % entre 2009

et 2013. Pour les grandes entreprises, ce poids s'affaiblit, mais doit aussi être mis en relation avec le renforcement du financement obligatoire ou des ressources en capitaux propres. Symétriquement, le volume des crédits bancaires se réduit pour les entreprises réglées au-delà de 90 jours à 16,1 % en 2013, contre 21,9 % en 2009. Ces entreprises se voient par ailleurs totalement exclues de l'affacturation, une forme de crédit sélective quant à la qualité des clients de l'entreprise concernée.

## Bibliographie

**Altares (2014)**

« Analyse 1<sup>er</sup> semestre 2014 : comportements de paiement des entreprises en France et en Europe », septembre.

**Banque centrale européenne (2013)**

« *Corporate finance and economic activity in the Euro area, Structural Issues Report 2013* », *Occasional Paper Series*, n° 151, août.

**Banque de France (2010)**

« Les délais de paiements en 2009 : un an après la mise en œuvre de la LME ».

**Intrum Justitia (2008, 2009, 2010)**

« *European Payment Index 2008* »

« *European Payment Index 2009* »

« *European Payment Index 2010* ».

**Observatoire des délais de paiement (2011)**

Rapport 2011 : « 2011, une année d'incertitudes ».

**Observatoire des délais de paiement (2012)**

Rapport 2012 : « Treize mesures pour réduire les délais de paiement ».

**Observatoire des délais de paiement (2013)**

Rapport 2013 : « Une double nécessité : stabiliser la loi, aménager les procédures de vérification pour les acteurs publics locaux ».

## Annexe I

### Le concept d'entreprise au sens de la LME

#### Le fichier FIBEN

Le Fichier bancaire des entreprises géré par la direction des Entreprises de la Banque de France recense les comptes sociaux de sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, dont le chiffre d'affaires excède 750 000 euros. Le taux de couverture de FIBEN par rapport à la population totale des entreprises est supérieur à 75 % en termes d'effectifs salariés dans la plupart des secteurs ; il atteint ou dépasse 80 % dans le commerce et l'industrie manufacturière.

Le périmètre FIBEN couvre l'ensemble des activités marchandes, à l'exclusion des secteurs NAF « KZ » (Activités financières, hors *holdings*) et « OQ » (Administration). Sont également exclus les établissements publics et les sociétés d'économie mixte.

#### Définir des tailles d'entreprise selon les critères de la LME

Le décret d'application de la LME de décembre 2008 définit le concept statistique d'« entreprise ». Dans la continuité des définitions de la Commission européenne, il précise les catégories de tailles d'entreprises à utiliser, ainsi que les critères permettant de les déterminer. Ceux-ci sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires (CA), le total de bilan et les liens financiers unissant les diverses unités légales de l'entreprise dès lors que ceux-ci retracent une détention d'au moins 50 % du capital d'une unité légale.

Les trois premiers critères sont appréciés au niveau de l'entreprise, après regroupement des unités légales. Au final, l'entreprise constitue la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision.

Lorsqu'une entreprise se compose de plusieurs unités légales – on la qualifie alors d'entreprise « multi-unités légales » – les comptes sociaux des diverses unités sont directement agrégés, ce qui ne permet pas de traiter les éventuels doubles comptes entre les unités de l'entreprise (neutralisation de l'activité intragroupe notamment).

Les **PME** sont les entreprises de moins de 250 salariés, avec un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros.

Les **entreprises de taille intermédiaire** (ETI) sont des entreprises n'appartenant pas à la catégorie des PME et occupant moins de 5 000 personnes. En outre, les ETI doivent respecter l'un des deux critères suivants : chiffre d'affaires annuel inférieur ou égal 1,5 milliard d'euros ou total de bilan annuel inférieur ou égal 2 milliards d'euros.

Les **grandes entreprises** regroupent les autres entreprises (non PME, non ETI).

Tableau Unités légales et entreprises au sens de la LME

(nombre d'entités étudiées, en milliers)

	Taille	2000	2008	2012	2013
Nombre d'unités légales	PME	165,3	216,2	228,8	205,5
	ETI	16,8	23,5	25,7	24,6
	Grandes entreprises	6,0	7,9	8,8	8,4
Nombre d'entreprises	PME	147,7	182,7	186,6	166,5
	ETI	3,9	4,5	4,6	4,6
	Grandes entreprises	0,2	0,2	0,2	0,2

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

## Annexe 2

### Indicateurs utilisés et mode de calcul

Exprimé en jours de chiffre d'affaires, le ratio « **délais clients** » rapporte les créances clients, effets escomptés non échus inclus, au chiffre d'affaires toutes charges comprises, multiplié par 360. À partir de 2012, les créances clients sont calculées après déduction des avances et acomptes versés sur commande (inscrits au passif du bilan).

Exprimé en jours d'achats le ratio « **délais fournisseurs** » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multipliées par 360. À partir de 2012, les dettes fournisseurs sont calculées après déduction des avances et acomptes versées aux fournisseurs (inscrits à l'actif du bilan).

**Le solde commercial (ou solde du crédit interentreprises)** correspond au solde des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs (calculé net des avances et acomptes depuis 2012). Il est exprimé en jours de chiffre d'affaires. Il peut être aussi défini comme la différence entre le ratio « délais clients » et le ratio « délais fournisseurs » corrigé du ratio achats/chiffre d'affaires. Le solde commercial d'une entreprise reflète sa situation prêteuse ou emprunteuse vis-à-vis des partenaires commerciaux. Lorsqu'il est positif, l'entreprise finance ses partenaires par le biais du crédit interentreprises ; dans le cas inverse, ses partenaires la financent.

**La moyenne de ratios individuels** (ou moyenne non pondérée) attribue le même poids à chaque entreprise. Cette approche microéconomique permet de mieux prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.

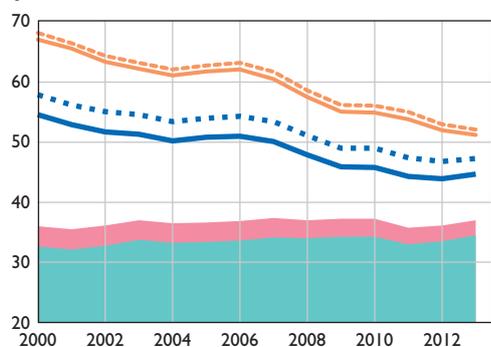
**Le ratio moyen des délais de paiement** (ou moyenne pondérée des ratios individuels) prend en compte le poids relatif de chaque entreprise dans l'économie. Ce ratio rapporte le total des créances clients ou des dettes fournisseurs, toutes entreprises confondues, à leur total de chiffre d'affaires ou d'achats (multiplié par 360, pour être exprimé en jours).

Depuis 2012, les paiements anticipés (encours d'avances et acomptes reçus ou payés par l'entreprise) sont pris en compte dans le calcul des indicateurs en vue d'approcher au plus près la réalité économique des paiements. Cette opération minore le niveau des délais, de 3 jours en moyenne pour les délais clients, d'un jour pour les délais fournisseurs et de 2,5 jours pour le solde commercial ; la tendance est en revanche peu révisée (cf. graphiques).

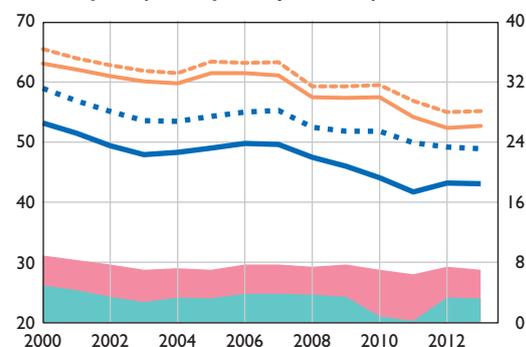
#### Graphiques Les délais de paiement des entreprises en France de 2000 à 2013, avec ou sans déduction des paiements anticipés

(délais clients et solde commercial exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs exprimés en jours d'achats)

##### a) Moyenne des ratios individuels



##### b) Ratios moyens (ou moyenne pondérée)



■ Solde commercial brut (échelle de droite)
 ■ Solde commercial net des avances et acomptes (échelle de droite)
 ■ Délais clients brut (échelle de gauche)
 ■ Délais clients net des avances et acomptes (échelle de gauche)
 ■ Délais fournisseurs brut (échelle de gauche)
 ■ Délais fournisseurs net des avances et acomptes (échelle de gauche)

Champ : Unités légales.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

## Annexe 3

## Données complémentaires

## Délais de paiement dans l'industrie manufacturière (2000-2013)

(moyennes non pondérées des ratios individuels ; nombre d'entreprises en milliers, délais clients et solde commercial en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs en jours d'achats)

	Nombre d'entreprises	Délais clients				Délais fournisseurs				Solde commercial			
		2000	2007	2012	2013	2000	2007	2012	2013	2000	2007	2012	2013
Industrie manufacturière dont :	26,8	72,9	68,8	55,7	56,2	77,8	70,8	56,9	56,5	23,2	23,8	19,3	20,1
Fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac	4,6	47,5	43,2	36,9	37,4	58,1	57,1	52,1	51,1	4,2	3,0	0,6	1,7
Cokéfaction et raffinage	0,0	70,2	71,5	56,4	50,4	65,9	52,4	44,8	41,1	16,4	18,0	19,5	19,2
Fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques ; fabrication de machines	3,3	80,4	76,9	62,3	62,0	84,8	76,6	60,5	60,4	25,0	27,0	22,9	22,8
Fabrication de matériel de transport	0,7	67,5	60,9	46,6	49,3	80,2	75,2	58,6	60,5	11,5	7,5	5,9	7,3
Fabrication d'autres produits industriels	18,2	76,7	73,0	59,5	60,1	80,3	72,4	57,4	57,1	27,1	28,1	23,8	24,8

Champ : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - FIBEN, données à fin octobre 2014.

## Annexe 4

### Méthodologie utilisée pour la mesure d'impact

À partir des données bilancielle des entreprises, les délais clients et fournisseurs sont calculés respectivement en jours de chiffre d'affaires et en jours d'achats. Puis, tous les délais au-delà de 60 jours sont ramenés à cette limite. On calcule alors pour chaque entreprise les parts des créances et des dettes devant être réglées pour atteindre la limite fixée à 60 jours. Ces données sont ensuite cumulées par secteur et par taille.

Cette mesure procure une vision de l'enjeu macroéconomique résultant de la réglementation des délais de paiement. À un niveau de secteur et de taille fin, elle identifie les catégories d'entreprises les plus touchées, de manière positive ou négative, par les marges de progrès existantes par rapport à la réglementation.

Les délais réels sont approchés en considérant que les créances clients et des dettes fournisseurs mesurés en fin d'exercice sont représentatifs des montants renouvelés de période en période en cours d'année. Les délais de renouvellement sont calculés en rapportant ces montants au chiffre d'affaires (délais clients) ou aux achats (délais fournisseurs).

À condition que les montants en fin d'exercice reflètent bien les montants réguliers de créances et dettes en cours d'année, cette mesure des délais est alors une approximation des délais en jours nets tels qu'ils seraient mesurés par une enquête sur les dates de paiement effectives des factures. Elle approche la notion de paiement d'une facture à 60 jours à la date de réception de ladite facture. Mais empiriquement, la mesure des délais de paiement *via* des données bilancielle surestime les délais de paiement calculés en jours nets.

Les entreprises dont le chiffre d'affaires ou les achats sont nuls, ou celles pour lesquelles les délais de paiement dépassent 1 000 jours sont retirées de l'échantillon, sans impact significatif en termes de représentativité. Les données écartées de la base lors de la phase de nettoyage (préalable au calcul des ratios individuels) sont en revanche réintégrées.

# La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010

---

**Alessandro MARAVALLE**  
Direction des Études et des Relations  
internationales et européennes

**Marie-Élisabeth de la SERVE et Grégory VERDUGO**  
Direction des Études microéconomiques  
et structurelles

*La courbe de Beveridge représente la relation entre le taux de chômage et les vacances d'emploi au cours du cycle économique. Cette relation est généralement négative : aux phases d'expansion caractérisées par un faible chômage et un nombre important de vacances d'emploi succèdent des périodes de contraction où le chômage est élevé et les vacances d'emploi sont faibles. Les déplacements de la courbe sont observés attentivement car ils renseignent sur la nature des fluctuations du chômage. Un glissement vers « l'extérieur » de la courbe informe d'une persistance anormalement élevée des vacances d'emploi et est associé à une hausse du chômage structurel. En identifiant le caractère structurel ou cyclique des hausses du chômage, la courbe de Beveridge donne ainsi une indication sur l'efficacité que l'on peut attendre d'une politique de relance, qui aura un impact principalement sur la part cyclique du chômage, pour la faire diminuer.*

*Depuis 2010, la courbe de Beveridge de la zone euro, et plus particulièrement celle de la France, indique une hausse simultanée du chômage et des vacances d'emploi, ce qui suggère une augmentation du chômage structurel. Ainsi, entre le troisième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2011, les vacances d'emploi augmentent à chômage constant et à partir de 2012 le chômage augmente sans diminution des vacances d'emploi, indiquant que les qualifications d'une partie des nouveaux chômeurs ne correspondent pas aux besoins des entreprises. L'évolution d'indices d'appariement entre emplois créés et qualifications des chômeurs confirme cette analyse. La qualité de l'appariement se dégrade de manière spectaculaire depuis 2008, et plus particulièrement depuis 2012, en raison de la hausse du chômage des personnes peu qualifiées.*

*Pour faire baisser le chômage, les caractéristiques des demandeurs d'emploi (qualifications notamment) doivent mieux correspondre à la demande des entreprises. L'ajustement est possible par deux leviers complémentaires : i) la mise en place de politiques de formation mieux ciblées, ce qui est long et coûteux à grande échelle ; ii) une plus grande flexibilité salariale, rendue difficile par l'existence de rigidités nominales.*

Mots clés : courbe de Beveridge, vacances d'emploi,  
chômage structurel

Codes JEL : E24, J60

La courbe de Beveridge représente la relation entre le taux de chômage et les vacances d'emploi<sup>1</sup> au cours du cycle économique (Blanchard et Diamond, 1989). Cette relation est généralement négative : aux phases d'expansion caractérisées par un faible chômage et un nombre important de vacances d'emploi succèdent des périodes de contraction où le chômage est élevé et les vacances d'emploi sont faibles. Cette relation n'est pas stable sur période longue, la courbe s'étant déplacée dans les années quatre-vingt en Europe et aux États-Unis (Elsby, Michaels et Ratner, à paraître).

Les déplacements de la courbe sont observés attentivement car ils renseignent sur la nature des fluctuations du chômage. Un glissement vers « l'extérieur » de la courbe indique une persistance anormalement élevée des vacances d'emploi, ce qui traduit une hausse du chômage structurel. Contrairement au chômage cyclique ou frictionnel, le chômage structurel reflète l'effet de chocs persistants qui créent une inadéquation entre les caractéristiques de la demande et de l'offre de travail.

En caractérisant la nature du chômage, la courbe de Beveridge est utile pour déterminer la mise en place de politiques économiques efficaces. En effet, les politiques de relance affectent principalement le chômage cyclique et sont impuissantes face à des déséquilibres structurels (Lazear et Spletzer, 2012). Dans ce dernier cas, un retour à l'équilibre du marché du travail n'est possible qu'en adaptant l'offre de travail aux emplois vacants ou en créant des emplois correspondant aux caractéristiques des chômeurs.

Pour ces raisons, la courbe de Beveridge apparaît au cœur des questions actuelles de politique économique. Depuis le début de la Grande Récession, les déplacements de cette courbe ont été commentés abondamment dans la zone euro (Bonthuis, Jarvis et Vanhala, 2013), aux États-Unis (Hobijn et Sahin, 2013), ou au Royaume-Uni (Elsby et Smith, 2010). Pour la France et la zone euro, Haincourt et Mogliani (2012) ont décrit notamment l'évolution de la courbe de Beveridge durant la Grande Récession

jusqu'au quatrième trimestre 2011. Or, entre 2012 et 2014, le chômage a continué d'augmenter et les déplacements récents de la courbe apparaissent de nature qualitativement distincte.

Cet article retrace les dernières évolutions de la courbe de Beveridge dans la zone euro et au Royaume-Uni. Nous soulignons ses spécificités par rapport aux crises des années quatre-vingt-dix. Nous montrons que la dégradation de l'appariement entre emplois créés et qualifications des chômeurs dans la zone euro est confirmée par des indicateurs alternatifs d'allocation sur le marché du travail. Enfin, nous discutons des politiques économiques envisageables afin de diminuer la composante du chômage devenue structurelle.

## I | Depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2010, le chômage structurel a augmenté dans la zone euro

Les données européennes permettent de construire des courbes de Beveridge reliant les difficultés de recrutement des firmes dans trois grands secteurs<sup>2</sup> (manufacturier, services et construction) au taux de chômage national<sup>3</sup>. Le nombre d'emplois vacants est approximé par les résultats de l'enquête trimestrielle de la Commission européenne auprès des entreprises portant sur « les facteurs limitant la production », en particulier le facteur travail<sup>4</sup>. L'évolution des courbes dans la zone euro durant la crise (cf. graphique 1 pour le secteur manufacturier) se résume en trois grandes étapes.

- Au début de la crise, le comportement est essentiellement cyclique : entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009 (en vert), la relation entre taux de chômage et taux de vacance d'emplois est clairement décroissante et linéaire. En effet, chaque hausse du chômage se traduit par une baisse du taux de vacance d'emploi. Cette baisse implique que le pouvoir de négociation des firmes augmente sur la période et que le coût du recrutement diminue.

1 Selon Eurostat, un emploi vacant est un poste nouvellement créé, non pourvu ou qui deviendra vacant sous peu et que l'employeur veut pourvoir immédiatement ou dans un délai déterminé en cherchant activement, en dehors de l'entreprise concernée, un candidat approprié, y compris en effectuant des démarches supplémentaires. Voir [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Glossary:Job\\_vacancy\\_rate\\_\(JVR\)/fr](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Glossary:Job_vacancy_rate_(JVR)/fr)

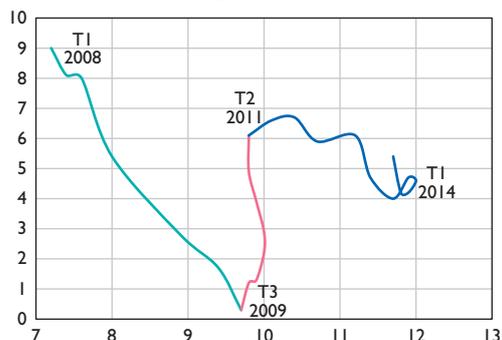
2 Les données ne sont disponibles que pour ces trois secteurs. Compte tenu de leur poids dans les économies concernées d'une part et de l'impact que la crise a pu avoir sur leur activité d'autre part, nous choisissons de les inclure tous trois dans notre analyse.

3 Le taux de chômage est tiré des bases de données d'Eurostat.

4 Les réponses portent sur le premier mois de chaque trimestre. Les références de la question sont 8F3S pour l'industrie, 7F3S pour les services, F4S pour la construction. Les graphiques des courbes de Beveridge pour ces deux secteurs sont disponibles en annexe 2.

### Graphique 1 Courbe de Beveridge du secteur manufacturier de la zone euro

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)



Sources : Eurostat, Commission européenne.

- Entre le troisième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2011 (en rouge), les vacances d'emploi augmentent rapidement pour un taux de

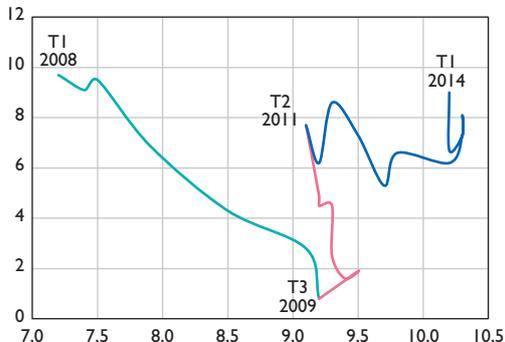
chômage constant et élevé. Cette évolution reflète une augmentation des difficultés de recrutement durant cette période de reprise de l'activité qui suggère, qu'en grande partie, les emplois créés et les qualifications demandées ne correspondent alors pas aux caractéristiques des nombreux chômeurs.

- La poursuite de la hausse du chômage après le deuxième trimestre 2011 alors que le taux de vacance d'emploi est stable entraîne un aplatissement notable de la courbe jusqu'au premier trimestre 2014. Dès lors, chaque hausse du chômage ne rend pas plus profitable de créer un emploi car il reste difficile à pourvoir<sup>5</sup>. Cette évolution s'interprète comme une dégradation de l'adéquation entre les postes disponibles et les caractéristiques des chômeurs. Les graphiques concernant les services et la construction reproduits en annexe indiquent qualitativement des évolutions similaires dans ces secteurs tendant à prouver qu'il n'existe pas de particularités sectorielles fortes<sup>6</sup>.

### Graphiques 2 Courbe de Beveridge de 2008 à 2014, secteur manufacturier

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)

#### a) France



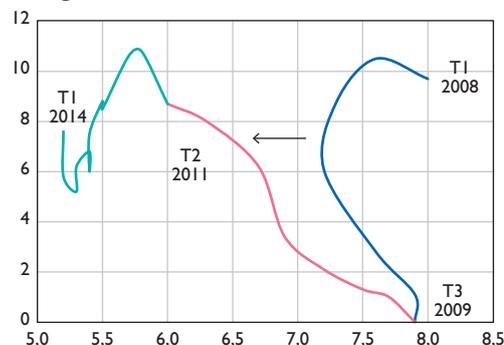
#### b) Espagne



#### c) Italie



#### d) Allemagne



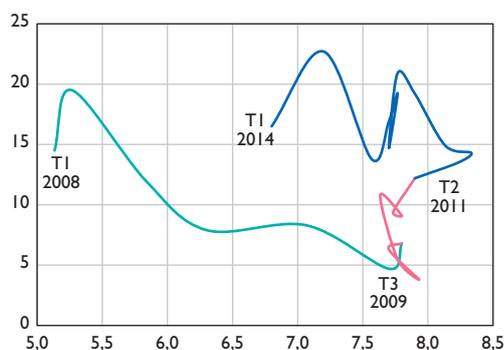
Sources : Eurostat, Commission européenne.

<sup>5</sup> Une hausse du chômage renforce le pouvoir de négociation des firmes relativement aux chômeurs et donc devrait diminuer les difficultés de recrutement. Un aplatissement de la pente suggère que la hausse du chômage a moins d'influence sur les difficultés de recrutement des firmes.

<sup>6</sup> À la limite près que le taux de chômage est calculé tous secteurs confondus.

### Graphique 3 Courbe de Beveridge de 2008 à 2014, secteur manufacturier au Royaume-Uni

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)



Sources : Eurostat, Commission européenne.

Toutefois, la courbe de Beveridge de la zone euro est une moyenne pondérée de celles des pays membres. Or les situations nationales ont évolué de manière très différente sur la période.

Le marché du travail allemand, en particulier, est à contre-courant (cf. graphique 2). La récession a eu un faible impact sur le chômage, qui a diminué depuis 2008<sup>7</sup>. On observe un déplacement le long de la courbe depuis le troisième trimestre 2009 : dans un contexte de baisse du chômage et de rareté de la main-d'œuvre, le nombre d'entreprises déclarant le travail comme un facteur entravant la production, s'est accru.

En France, l'évolution de la courbe est quasi identique à celle de la zone euro. Depuis le deuxième trimestre 2011, le chômage a augmenté de deux points pour un taux de vacance d'emploi resté historiquement élevé et constant. En revanche, en Italie et en Espagne, le chômage a poursuivi sa hausse avec un taux de vacance d'emploi faible et proche de zéro.

Pour mettre en perspective ces résultats, le graphique 3 représente la courbe de Beveridge au Royaume-Uni et l'encadré ci-après discute de manière détaillée les évolutions de cette courbe aux États-Unis. Les tendances observées au Royaume-Uni sont qualitativement identiques à celle de la France et de la zone euro jusqu'en 2013. Cependant, à partir de 2013, le Royaume-Uni se distingue de la France et de la zone euro avec un recul du chômage dans un contexte de niveau de vacance d'emploi élevé.

## 2| Une évolution contrastée par rapport aux crises de 1992-1993

Afin de comprendre les spécificités de la situation actuelle du marché du travail, nous rappelons l'évolution de la courbe de Beveridge lors de la crise de 1992-1993<sup>8</sup>. Les datations des épisodes de crise sont celles de Cotis et Coppel (2005) qui avaient déjà été utilisées par Haincourt et Mogliani (2012)<sup>9</sup>. Il convient de noter que la crise de 1992-1993 est caractérisée par une moindre baisse du PIB que celle observée sur la période récente.

Les graphiques 4 montrent clairement que le comportement actuel de la courbe de Beveridge n'est pas similaire à celui observé au début des années quatre-vingt-dix. En France, une relation décroissante est apparue dans un premier temps. Mais après 1995, l'évolution des vacances d'emploi semble se poursuivre sur la partie basse de la courbe, même si on ne peut exclure un déplacement de la courbe vers la droite. Surtout, on n'observait pas un niveau de vacance d'emploi élevé et persistant suivant la hausse du chômage, comme aujourd'hui.

### Évolution du PIB réel

(en %)

Période	France	Allemagne	Italie	Espagne
T1 1992 à T3 1993 <sup>a)</sup>	- 0,6	- 2,0 <sup>a)</sup>	- 1,5	- 1,6 <sup>a)</sup>
T1 2008 à T3 2009	- 2,8	- 4,7	- 6,0	- 4,8

a) Sauf Allemagne et Espagne pour lesquelles la période couverte est T1 1992 à T3 1993.

Source : OCDE.

<sup>7</sup> Rinne et Zimmerman (2012) soulignent le rôle du chômage partiel dans la résilience exceptionnelle du marché du travail allemand.

<sup>8</sup> Les données pour la zone euro dans son ensemble ne sont pas disponibles avant 1995.

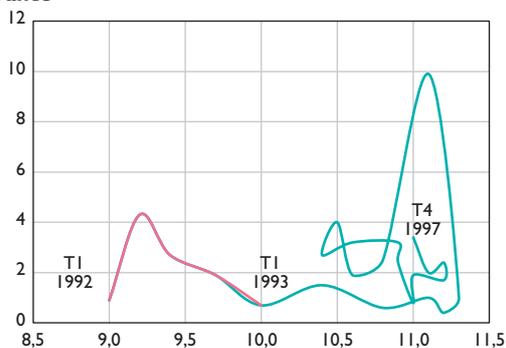
<sup>9</sup> Les datations proposées par le CEPR (Center for Economic and Policy Research) sont identiques.

## Graphiques 4 Courbe de Beveridge dans les années 1990

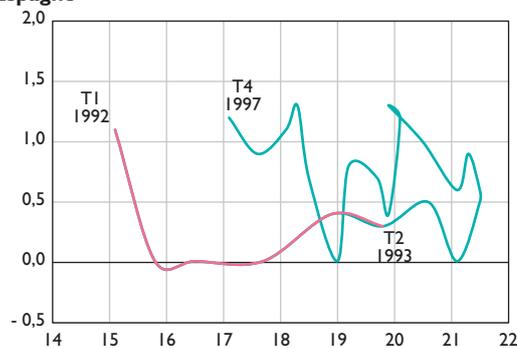
Secteur manufacturier

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)

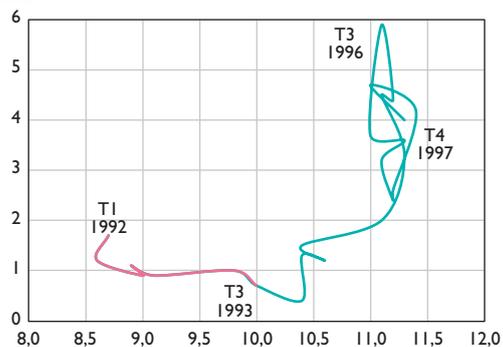
## a) France



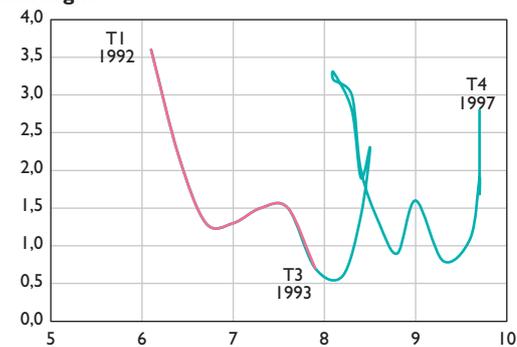
## b) Espagne



## c) Italie



## d) Allemagne



Légende : Les périodes de récession recensées plus haut apparaissent en rose.

Sources : Eurostat, Commission européenne.

La courbe de Beveridge italienne et, dans une moindre mesure, celle de l'Allemagne, étaient caractérisées par une hausse des vacances d'emploi pour un chômage élevé, comme en France aujourd'hui. Le niveau de vacances d'emploi était resté néanmoins relativement faible par rapport à la période actuelle : en France et en Allemagne, respectivement, plus de 9 % et 8 % des entreprises déclarent des difficultés de recrutement en 2014, contre 6 % en Italie et 4 % en Allemagne dans les années quatre-vingt-dix. La période actuelle se caractérise donc par un niveau de vacances d'emploi historiquement élevé pour la France.

### 3| L'évolution de la participation sur le marché du travail

La hausse du chômage structurel doit être mise en perspective avec l'évolution de la participation sur le marché du travail.

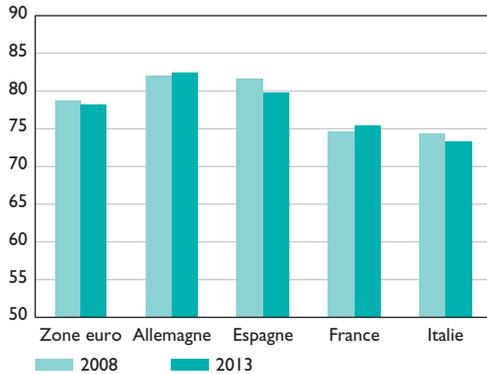
L'évolution du chômage donne une vue seulement partielle de l'état du marché du travail qui peut masquer d'autres changements importants si un nombre croissant d'individus se retire du marché du travail. L'interprétation de la courbe de Beveridge serait dans ce cas compliquée par le fait que le chômage ne refléterait qu'imparfaitement la dégradation du marché du travail.

Théoriquement, la crise a pu augmenter le nombre des « travailleurs découragés » : la baisse du salaire offert, notamment pour les non-qualifiés, diminue les incitations à rester dans la population active. Au lieu de subir un coût de recherche d'emploi élevé et infructueux, certains travailleurs se retirent du marché du travail. Mais elle a également pu augmenter le nombre des « travailleurs additionnels » avec un effet opposé sur le taux d'activité : la perte d'emploi d'un membre du ménage diminue les ressources familiales, incitant d'autres membres à chercher un emploi (Lundberg, 1985).

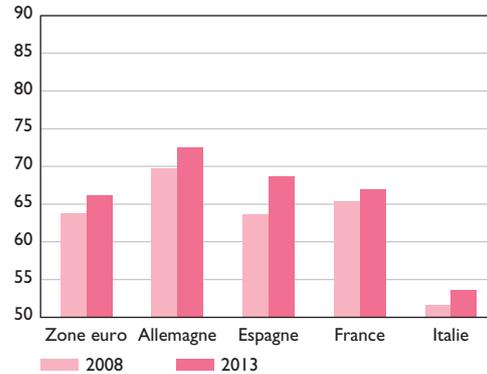
Graphiques 5 Taux d'activité des hommes et des femmes de 15 à 64 ans

(en %)

a) Hommes



b) Femmes



Source : Eurostat.

Contrairement aux États-Unis où le taux d'activité a baissé de trois points entre 2008 et le premier trimestre 2014 tout en étant accompagné d'un recul du taux de chômage, les taux d'activité en Europe ont globalement augmenté. Une exception mérite cependant d'être soulignée, celle du taux d'activité espagnol qui a baissé de deux points. Concernant le taux de participation féminin, celui-ci a augmenté de manière spectaculaire de six points en Espagne depuis 2008 et de deux points en France et en Italie, entraînant un taux de participation stable de la population dans son ensemble au niveau de la zone euro, depuis le début de la crise.

La hausse du taux d'activité des femmes est également cohérente avec le fait que les destructions d'emplois ont plus fortement concerné les emplois dans le secteur industriel, plutôt masculin alors que se sont maintenues les créations d'emplois dans le secteur des services, plus féminisé. Le maintien et même parfois la hausse du taux d'activité accentue la pression à la baisse sur les salaires provoquée par la hausse forte du chômage.

Finalement, la stabilité du taux d'activité observé durant la crise en Europe contraste fortement avec celle observée aux États-Unis. Le fait que le taux d'activité reste stable ne met pas en péril l'interprétation des courbes de Beveridge en Europe car le chômage reste l'indicateur le plus pertinent de l'état du marché du travail européen sur la période.

## 4 | La dégradation de l'efficacité de l'appariement

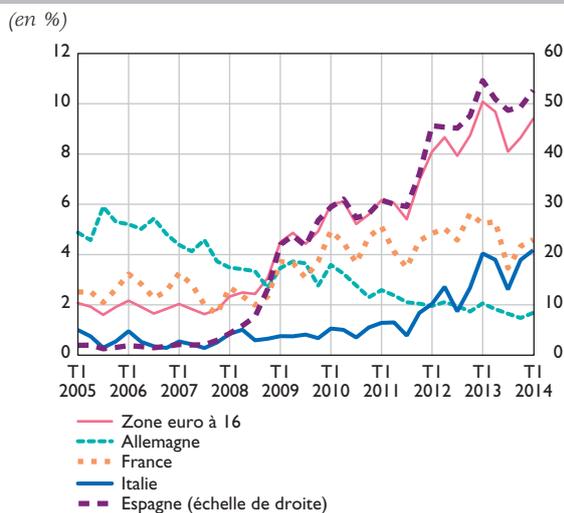
**Cette dégradation est confirmée par la hausse rapide des indicateurs d'inadéquation de l'offre et de la demande d'emploi depuis 2011.**

Plusieurs facteurs peuvent être source d'une dégradation de l'appariement entre offre et demande de travail, parmi lesquels le manque de mobilité géographique et l'inadéquation des qualifications aux postes vacants. Nous nous intéressons ici à cette dernière source de déséquilibre. Elle peut être estimée en calculant un indicateur d'inadéquation de l'offre et de la demande d'emploi nommé indice d'inadéquation des compétences (*Skill Mismatch Index* – SMI) qui s'inspire de celui proposé par Estevão et Tsounta (2011) pour les États-Unis. Cet indice reflète les différences entre l'offre et la demande de qualifications sur le marché du travail. Il est calculé en utilisant trois groupes d'éducation disponibles dans l'Enquête sur les forces de travail de l'Union européenne pour l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie et la France, en plus de l'ensemble de la zone euro. Nous suivons la formule :

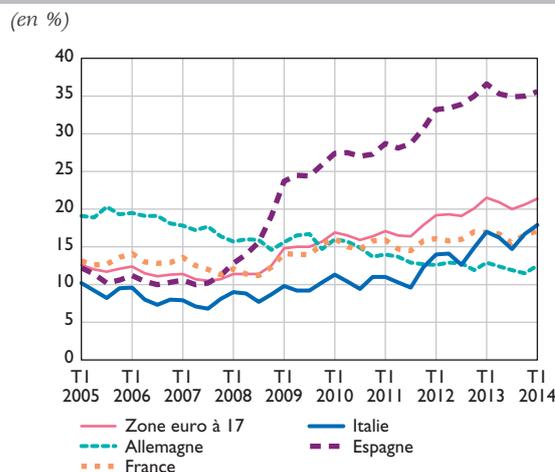
$$SMI_{it} = \sum_{j=1}^3 (S_{ijt} - M_{ijt})^2$$

où  $S_{ijt}$  et  $M_{ijt}$  sont respectivement le pourcentage de la population active (considéré comme l'offre de

Graphique 6 Indices d'inadéquation des compétences



Source : Eurostat, calculs des auteurs.

Graphique 7 Taux de chômage des personnes peu qualifiées<sup>a)</sup>

a) Il s'agit ici des groupes de niveaux d'éducation « 0-2 », allant de l'éducation pré-primaire au premier cycle de l'enseignement secondaire ou deuxième cycle de l'éducation de base selon l'International Standard Classification of Education (ISCED).

Source : Eurostat, calculs des auteurs.

travail) et d'employés (correspondant à la demande) ayant la qualification  $j$  dans le pays  $i$  au cours de la période  $t$ . L'indice augmente en fonction du décalage existant entre les caractéristiques des employés et celles de la population active. Il capture ainsi l'existence de chocs de demande de travail spécifiques à certains groupes. Il est normalisé : il reste constant si le chômage touche de manière identique chaque groupe et augmente seulement lorsque les différences de taux de chômage entre groupes s'accroissent.

L'indice (cf. graphique 6) était stable avant 2008 pour tous les pays, à l'exception de l'Allemagne où il était décroissant. Il augmente brusquement une première fois au cours de l'année 2008, puis se stabilise jusqu'à la fin 2010. La hausse reprend et s'accroît à partir de 2011.

L'Espagne et la France apparaissent comme les pays les plus touchés par la hausse de l'inadéquation entre l'offre et la demande d'emploi même si le niveau de l'indice reste bien moins élevé pour cette dernière. Cette hausse reflète principalement la forte baisse du taux d'emploi des individus les moins qualifiés, qui ont été les plus touchés par la hausse du chômage. Les chiffres indiquent qu'il s'est produit depuis la crise un fort choc de demande de travail négatif

concernant cette catégorie de la population active (cf. graphique 7).

En Italie, la hausse, quoique tendancielle, a été plus marquée au cours des deux dernières années. La situation est encore une fois différente en Allemagne où l'on observe une baisse continue de l'indice depuis 2005.

## 5 | Comment restaurer un fonctionnement efficace du marché du travail ?

La hausse du chômage et de l'indice d'appariement provient en grande partie d'une baisse de la demande de travail non qualifié. Le déplacement de la courbe de Beveridge vers l'extérieur pour la zone euro, la France et l'Espagne suggère que la poursuite de la hausse du chômage a de moins en moins d'influence sur la demande de travail des entreprises. Or, un retour à l'équilibre ne peut se faire que si les emplois créés correspondent de nouveau aux caractéristiques de l'offre de travail. Plusieurs leviers peuvent être utilisés pour remédier à cette situation.

ENCADRÉ

### La Grande Récession a-t-elle détérioré l'efficacité de l'appariement du marché du travail aux États-Unis ?

Comme pour la zone euro, les États-Unis ont connu un déplacement vers l'extérieur de la courbe de Beveridge suite à la Grande Récession. Mais contrairement aux pays européens, ce déplacement de la courbe de Beveridge ne paraît pas signaler une détérioration de l'efficacité d'appariement du marché du travail américain. En effet, le déplacement de la courbe de Beveridge aux États-Unis peut être expliqué par : i) une baisse persistante du taux de participation, ii) un allongement des allocations chômage pour les chômeurs de longue durée et iii) une composante cyclique de la relation vacances-chômage.

#### La courbe de Beveridge au lendemain de la crise financière

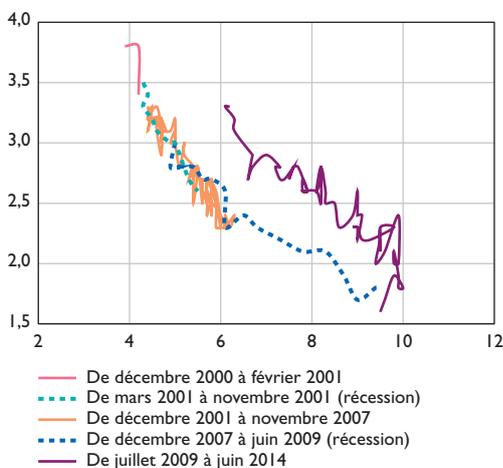
Au cours de la Grande Récession (T1 2008-T2 2009), on observe un déplacement le long de la courbe « vers le bas » qui peut être expliqué par des facteurs cycliques. Durant la reprise qui a suivi, on observe au contraire un déplacement de la courbe vers l'extérieur (graphique A). Ce type de déplacement est traditionnellement interprété comme une dégradation du processus d'appariement sur le marché du travail. Cependant, cette explication ne fait pas consensus dans la mesure où des facteurs tant structurels que conjoncturels peuvent expliquer cette évolution, indépendamment de considérations en termes d'efficacité. Pour mieux comprendre ce phénomène, nous nous intéressons sur la période récente à l'évolution du SMI et du taux de participation.

#### L'indicateur SMI

Aux États-Unis, le SMI a d'abord fortement augmenté pendant la crise (graphique B), mais il recule de façon marquée, bien qu'erratique, depuis le quatrième trimestre 2011. Ces évolutions sont tellement marquées qu'elles sont probablement dues à des facteurs cycliques plutôt qu'à des changements structurels sur le marché du travail américain. Les estimations du CBO<sup>1</sup> suggèrent d'ailleurs que le taux de chômage structurel n'a augmenté que de 0,5 point de pourcentage après la crise, passant de 5 % à 5,5 %.

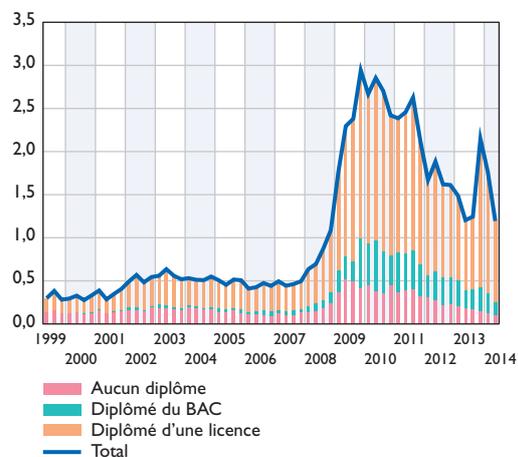
Graphique A Courbe de Beveridge aux États-Unis de 2000 à 2014

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : taux de vacances d'emploi, en %)



Source : US Bureau of Labor Statistics.

Graphique B Indice SMI aux États-Unis



Source : US Bureau of Labor Statistics.

<sup>1</sup> Congressional Office Budget (CBO, 2014). Voir aussi Council of Economic Advisers (CEA, 2014) et Van Zandweghe (2012) qui ont un point de vue similaire.

### Part du déclin du taux d'activité expliqué par des facteurs structurels

(part en %)

Étude	Période	Part
Erceg & Levin (2013)	2007-2012	25
Van Zandweghe (2012)	2007-2011	42
CBO (2014)	2007T4-2013T4	50
CEA (2014)	2007T4-2014T2	52
Fallick & Pingle (2013)	2007T4-2013T2	75
Aaronson et al. (2006)	2007-2013	80
Kudlyak (2013)	2007-2012	80

Source : Banque de France.

### Graphique C Taux de participation, États-Unis, 16+



Source : US Bureau of Labor Statistics.

### Le taux de participation

Le taux de participation américain a baissé de plus de trois points de pourcentage sur la période 2007-2013 (graphique C). Même s'il n'y a pas de consensus, selon plusieurs études, la moitié au moins de cette évolution serait attribuable à des facteurs structurels (vieillesse de la population notamment) et le reste à des facteurs transitoires (faiblesse de la demande de travail, travailleurs découragés).

Par construction, une baisse du taux de participation entraîne un déplacement de la courbe de Beveridge vers l'extérieur, mais seule la partie structurelle de cette évolution est susceptible d'avoir des effets à long terme <sup>2</sup>.

### Durée du chômage

En désagrégant les statistiques sur le chômage selon différents critères (durée du chômage, industrie, âge, éducation, cadre ou ouvrier), Ghayad et Dickens (2012) montrent que la relation vacance d'emploi-chômage varie en fonction de la durée du chômage. Ainsi, la courbe de Beveridge pour les chômeurs de courte durée n'est pas affectée par la crise, à l'inverse de celle pour les chômeurs de longue durée qui justifie quasiment la totalité du déplacement de la courbe vers l'extérieur. L'explication la plus vraisemblable est que les chômeurs de longue durée recherchent du travail moins activement (en raison, d'une part, de l'allongement de la durée d'indemnisation survenue aux États-Unis entre mi-2008 et fin 2009 <sup>3</sup> ; et, d'autre part, d'un effet d'hystérèse). Cependant, ce type d'explication n'est pas totalement satisfaisant. En effet, l'intensité de la recherche d'emploi dans un contexte de crise pourrait être moindre également pour les chômeurs de « courte » durée <sup>4</sup>. De plus, Ghayad (2013) montre que la majeure partie du déplacement de la courbe de Beveridge est attribuable à des personnes non éligibles à des allocations classiques ou prolongées. Enfin, l'absence de différentiel de dynamique de la courbe de Beveridge entre les secteurs pour les États-Unis tend à rejeter l'hypothèse d'un plus grand mismatch de compétences sur le marché du travail américain.

### Mouvements cycliques de la courbe de Beveridge

Diamond et Sahin (2014), en s'intéressant à la courbe de Beveridge dans les années 1950 montrent que i) celle-ci tend à se déplacer de manière cyclique vers l'extérieur à la fin des périodes d'expansion et que ii) le changement actuel n'est pas historiquement rare. Leur analyse conduit alors à rejeter l'interprétation standard selon laquelle le déplacement vers l'extérieur de la courbe de Beveridge serait le signal d'une détérioration du marché du travail.

<sup>2</sup> Pour une efficacité donnée de l'appariement du marché du travail, caractérisé par un nombre donné de « couples » reliant vacances d'emploi et chômeurs, plus la population active est faible, plus le taux de chômage qui génère un nombre déterminé de chômeurs est élevé.

<sup>3</sup> À la suite de la mise en place de l'« Emergency Unemployment Compensation Program », cinq prolongements de la durée maximale de bénéfices de l'assurance chômage ont été mis en place entre 2005 et fin 2009.

<sup>4</sup> Sur le même sujet, Bell et Blanchflower (2014) utilisent des données microéconomiques pour infirmer l'hypothèse que les chômeurs de long terme exercent une pression à la baisse sur les salaires.

Premièrement, il est possible d'adapter l'offre de travail par la formation professionnelle afin de faire correspondre les compétences des chômeurs aux emplois demandés. Cette voie est longue et coûteuse mais elle permet à long terme d'améliorer les perspectives de croissance potentielle au travers d'une hausse de la productivité du travail. La hausse du chômage de long terme plaide également pour des politiques actives encourageant la reprise d'emploi, afin d'éviter les trappes d'inactivité dépréciant le capital humain et rendant difficile le retour à l'emploi.

Un second levier consiste à encourager la création d'emplois correspondant aux chômeurs non qualifiés.

Cela ne peut se faire qu'en diminuant les barrières qui freinent l'ajustement sur le marché du travail. Rendre les salaires réels plus flexibles semble toutefois difficile en raison de l'existence de mécanismes de fixation de salaires collectifs tels que le SMIC en France et d'un niveau d'inflation faible (Cette *et al.* 2011).

Enfin, un renforcement de la mobilité géographique, notamment entre pays de la zone euro, pourrait également améliorer l'efficacité de l'appariement. Un marché du logement plus flexible, facilitant la réallocation dans les zones où la demande de travail est la plus forte, pourrait contribuer à diminuer la dispersion régionale du chômage et des salaires (Trannoy et Wasmer, 2013).

## Bibliographie

### Bell (D.) et Blanchflower (D.) (2014)

« Labor market slack in the United Kingdom », Peterson Institute for International Economics, Working Paper, 14-2.

### Blanchard (O.J) et Diamond (P.) (1989)

« The Beveridge curve », *Brookings Papers on Economic Activity*, 20(1), p. 1-76.

### Bonthuis (B.), Jarvis (V.) et Vanhala (J.) (2013)

« What is going on behind the euro area Beveridge curve(s)? », *European Central Bank, Working Paper Series*, 1586.

### CEA (2014)

« The labor force participation rate since 2007: causes and policy implications », *Council of Economic Advisers Report*.

### Cette (G.), Chouard, (V.) et Verdugo (G.) (2011)

« Les effets des hausses du Smic sur le salaire moyen », *Économie et Statistique*, 448(1), p. 3-28.

### Congressional Budget Office (CBO) (2014)

« The slow recovery of the labor market », *CBO report*.

### Cotis (J.P.) et Coppel (J.G.) (2005)

« Business cycle dynamics in OECD countries: evidence causes and policy implications », *Reserve Bank of Australia, RBA Annual Conference Volume*.

### Diamond (P.) et Sahin (A.) (2014)

« Shifts in the Beveridge curve », *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports*, 687.

### Elsby (M.), Michaels (R.) et Ratner (D.)

« The Beveridge curve: A survey », *Journal of Economic Literature* (à paraître).

### Elsby (M.) et Smith (J. C.) (2010)

« The Great Recession in the UK labour market: a transatlantic perspective », *National Institute Economic Review*, 214(1), R26-R37.

### Estevão (M.) et Tsounta (E.) (2011)

« Has the Great Recession raised US structural unemployment? », *IMF Working Papers*, 11/105.

### Ghayad (R.) (2013)

« A decomposition of shifts of the Beveridge Curve », *Federal Reserve of Boston, Policy Brief*, 13-1.

### Ghayad (R.) et Dickens (W.) (2012)

« What can we learn by disaggregating the unemployment-vacancy relationship? », *Federal Reserve of Boston, Public Policy Brief*, 12-3.

### Haincourt (S.) et Mogliani (M.) (2012)

« La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 187.

### Hobijn (B.) et Ayşegül (S.) (2013)

« Beveridge curve shifts across countries since the Great Recession », *IMF Economic Review*, 61(4), p. 566-600.

### Lazear (E.) et Spletzer (J.) (2012)

« The United States labor market: status quo or a new normal? », *National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers*, 18386.

### Lundberg (S.) (1985)

« The added worker effect », *Journal of Labor Economics*, 11-37.

### Rinne (U.) et Zimmermann (K.) (2012)

« Another economic miracle? The German labor market and the Great Recession », *IZA Journal of Labor Policy*, 1(1), 1-21.

### Trannoy (A.) et Wasmer (E.) (2013)

« La politique du logement locatif », *Notes du Conseil d'analyse économique*, (10), 1-12.

### Van Zandweghe (W.) (2012)

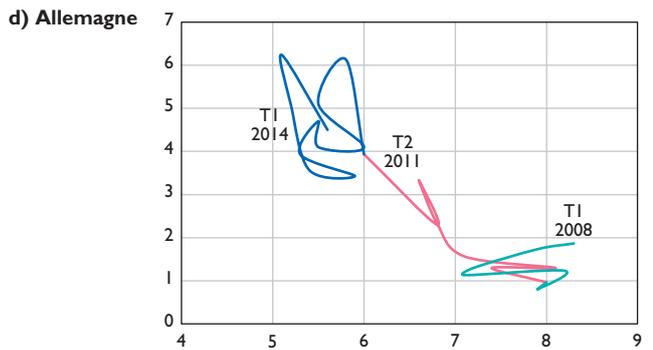
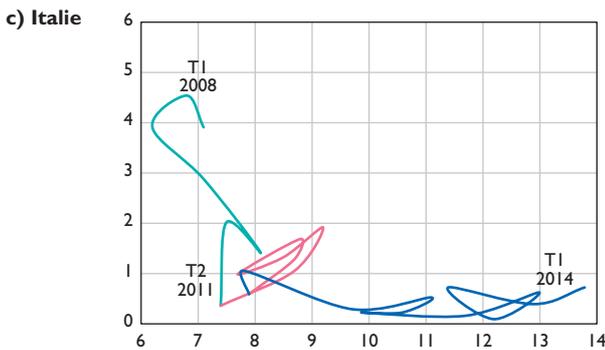
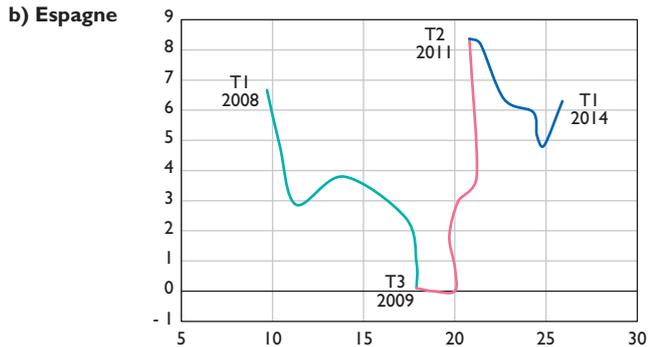
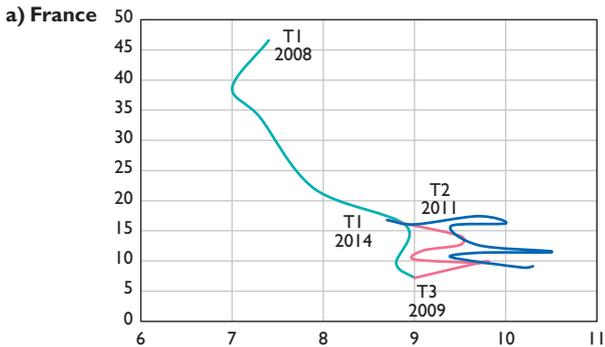
« Interpreting the recent decline in labor force participation », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic review*, 5-34, 1<sup>er</sup> trimestre.

# Annexe

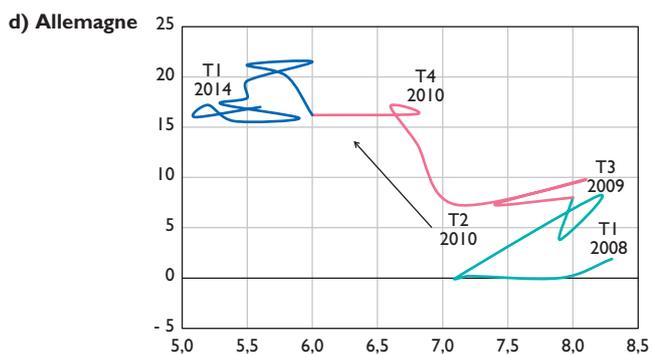
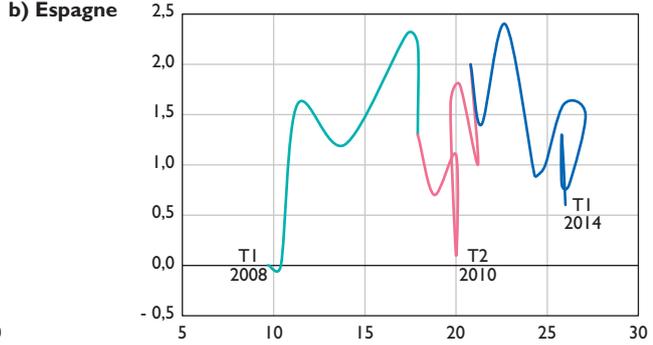
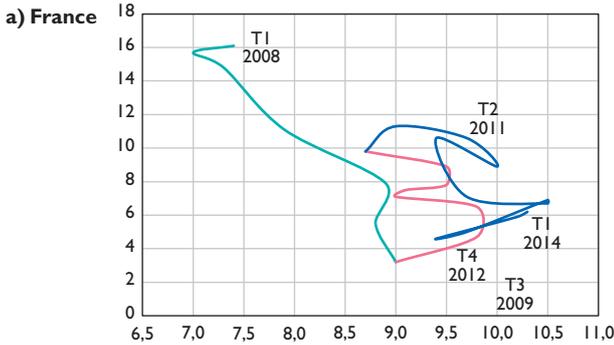
## Courbes de Beveridge

(abscisse : taux de chômage, en % ; ordonnée : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)

### Secteur de la construction de 2008 à 2013



### Secteur des services de 2008 à 2014



Sources : Eurostat, Commission européenne.

# Marché du travail et politique monétaire aux États-Unis : débats actuels et enjeux

---

**Laurent FERRARA**

*Direction des Études  
et des Relations internationales et européennes*

*Service des Études macroéconomiques  
et des Synthèses internationales*

**Giulia SESTIERI**

*Direction générale des Études  
et des Relations internationales*

*Dans cet article, les auteurs mettent en évidence l'arbitrage auquel fait face le Système fédéral de réserve américain dans sa gestion de la politique monétaire en sortie de la Grande Récession de 2008-2009, au vu des informations, parfois contradictoires, données par les différents indicateurs disponibles sur le marché du travail américain.*

*Selon la mesure utilisée pour évaluer les tensions sur le marché du travail, il apparaît que les pressions inflationnistes sont évaluées différemment et, par conséquent, les réponses de politique monétaire issues des fonctions de réaction standards (du type règle de Taylor) sont également différentes.*

*Dans la dernière section de cet article est étudié en particulier le phénomène récent lié à l'apparition d'un chômage de longue durée historiquement élevé qui vient perturber les relations macroéconomiques standards, rendant ainsi plus complexe la réalisation du mandat dual de plein emploi et de stabilité des prix.*

Mots clés : États-Unis, politique monétaire, marché du travail

Codes JEL : E58, E24, E37

NB : Les auteurs remercient Marc-Olivier Strauss-Kahn pour ses commentaires. Le contenu du présent article n'engage que ses auteurs et ne reflète pas nécessairement le point de vue de la Banque de France.

## I | La politique monétaire américaine

### I | I | Le mandat du Système fédéral de réserve américain

Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) est l'organe décisionnel du Système fédéral de réserve américain (la Fed), auquel le Congrès a confié le mandat statutaire de promouvoir le niveau d'emploi maximum, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme modérés. Depuis janvier 2012, le FOMC publie tous les ans un document d'une page qui précise les objectifs de long terme et la stratégie de politique monétaire (FOMC, 2014). Ce document spécifie par exemple qu'une inflation à 2 %, mesurée par le glissement annuel du déflateur des dépenses personnelles de consommation, est la plus « cohérente » dans le long terme avec le mandat de la Fed. L'autre critère majeur dit d'emploi maximum est plus difficile à mesurer. Dans ce contexte, le FOMC ne donne pas d'information quantitative sur les variables cibles du marché du travail. Toutefois, il publie quatre fois par an les prévisions de ses membres au sein d'un document de référence (*Summary of economic projections*) qui résume les prévisions de long terme pour certaines variables macroéconomiques clés, y compris le taux de chômage<sup>1</sup>. Par exemple, à l'issue de la réunion du FOMC de septembre 2014, la tendance centrale (définie comme l'intervalle des prévisions qui exclut les trois plus basses et les trois plus hautes prévisions) du taux de chômage de long terme était comprise entre 5,2 % et 5,5 %. Cette fourchette est à comparer avec celle fournie lors de la première publication de ce document en janvier 2012 qui était entre 5,2 % et 6,0 %. On observe ainsi que la borne haute a été réduite de 0,5 point, indiquant une perception désormais plus positive du marché du travail par les membres du comité.

### I | 2 | Les mesures principales de politique monétaire adoptées depuis 2008

Les taux d'intérêt directs nominaux (*Federal fund rates*) se trouvant au plancher depuis fin 2008 et ne pouvant être baissés davantage – état dit de *Zero lower bound* dans la littérature –, la banque centrale américaine a mis en place d'autres outils non conventionnels de politique monétaire, comme les achats de titres publics et privés (*quantitative easing* – QE – et *credit easing*) et le guidage des anticipations (*forward guidance*)<sup>2</sup>.

Plusieurs programmes d'achat d'actifs (principalement *mortgage back securities* – MBS – et bons du Trésor) ont été mis en place depuis 2009 par la Fed, la taille de son bilan ayant augmenté de presque 4 000 milliards de dollars depuis le début de la crise<sup>3</sup>. L'objectif principal de ces programmes, à travers l'achat par la Banque centrale d'actifs détenus dans le portefeuille des banques et d'autres institutions financières, est de faire baisser les taux, surtout sur la partie longue de la courbe pour les bons du Trésor, de soutenir le prix de ces actifs et ainsi de stimuler la demande agrégée et le crédit. Au moment d'entamer la réduction progressive (*tapering*) de son dernier programme d'achats d'actifs, dit QE3, la Fed a clairement indiqué que cette sortie était conditionnée par la conjoncture économique américaine et en particulier par les évolutions sur le marché du travail. Janet Yellen, l'actuelle présidente de la Fed, a mis en évidence à de nombreuses reprises dans ses discours le fait que la sortie du programme serait liée aux données économiques, notamment l'état du marché du travail américain<sup>4</sup>.

Le guidage des anticipations a été mis en œuvre pour la première fois après la récession mondiale de 2008-2009 par Mark Carney, alors gouverneur de la Banque du Canada. Il s'agit en l'espèce de communiquer aux

1 Le FOMC se réunit traditionnellement huit fois par an, en janvier, mars, mai, juin, août, septembre, novembre et décembre. Les quatre réunions de fin de trimestre donnent lieu à une conférence de presse du président du FOMC et à la publication des prévisions de l'ensemble des membres du FOMC concernant la croissance du PIB, le taux de chômage, l'inflation et le taux d'intérêt directeur.

2 La Fed a également mis en place entre fin 2007 et 2010 plusieurs programmes exceptionnels afin d'injecter de la liquidité aux institutions financières (comme la Term Auction Facility, les Central Bank liquidity swaps, etc.) et dans certains marchés clés du crédit (marché monétaire, etc.)

3 Un premier programme (dit QE1) a été lancé entre mars 2009 et mars 2010 pour acheter 1 250 milliards de dollars en MBS, 200 milliards en titres d'agence fédérale et 300 milliards en bons du Trésor. Un deuxième programme (QE2), mis en place entre novembre 2010 et juin 2011, a consisté en l'achat de 600 milliards de bons du Trésor. Enfin, le programme QE3, lancé en décembre 2012, a prévu l'achat mensuel à durée indéterminée de 45 milliards de bons du Trésor et 40 milliards de MBS. Ce programme a été progressivement ralenti depuis janvier 2014 et s'est arrêté à l'issue de la réunion du FOMC d'octobre 2014.

4 Voir, entre autres, le témoignage de Janet Yellen devant le Congrès le 15 juillet 2014.

marchés que les taux directeurs resteront bas plus longtemps qu'une prescription standard, de type règle de Taylor par exemple <sup>5</sup>. L'objectif est de faire baisser les taux longs réels anticipés en permettant des anticipations d'inflation future plus élevées que la cible de moyen terme standard, de manière temporaire.

Aux États-Unis, depuis quelques années, le FOMC a mis plus clairement le marché du travail au centre de ses considérations de politique monétaire, en particulier en ce qui concerne sa politique de guidage des anticipations. La communication du FOMC sur les taux directeurs est passée par différentes étapes, commençant d'abord par un guidage qualitatif sans horizon de temps en 2008-2009. Ainsi, en décembre 2008 la cible des *Federal Fund Rates* est établie entre 0 et 0,25 % pour une certaine période (*for some time*) ; puis, en mars 2009, il est annoncé que les taux seront maintenus à ce niveau pour une période indéterminée (*for an extended period*). En août 2011, le FOMC est passé à un guidage basé sur la notion de date en annonçant que les taux seront maintenus à ce niveau au moins jusqu'à mi-2013, puis au moins jusqu'à fin 2014 (annonce faite en janvier 2012). Le FOMC a introduit ensuite en décembre 2012 des seuils quantitatifs dans sa *forward guidance*. Ainsi, l'annonce faite à l'issue de la réunion de décembre 2012 spécifie que les taux seront maintenus à ce niveau aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation prévue à un ou deux ans ne sera pas supérieure de 0,5 point de pourcentage à la cible de long terme de 2 % et que les anticipations d'inflation à long terme demeureront bien ancrées. Cette annonce reliée à des seuils quantitatifs est une « première » et a pour objectif de clarifier la fonction de réaction de la politique monétaire. Toutefois, le comité s'engage alors fortement sur l'avenir. Pour se donner quelques degrés de liberté, les membres du comité ont ainsi précisé à de nombreuses occasions que ces valeurs n'étaient pas des déclencheurs automatiques de réaction de politique monétaire mais des seuils au-delà desquels le comité pourra considérer l'opportunité de resserrer sa politique. Une difficulté liée à cette stratégie est venue lorsque le taux de chômage s'est mis à baisser plus fortement qu'anticipé, notamment sous l'effet d'une baisse du taux de participation (voir section suivante). Lorsque le taux de chômage s'est rapproché du seuil de 6,5 % en décembre 2013, le FOMC a alors

commencé à réduire son programme d'achats d'actifs et a annoncé que le taux directeur resterait bas bien après que le taux de chômage sera passé sous le seuil des 6,5 %.

Enfin, lors de la réunion de mars 2014, le FOMC a modifié son guidage des anticipations en supprimant de manière explicite toute référence aux seuils de chômage et d'inflation et en spécifiant qu'il garderait les taux directeurs en dessous des niveaux que le comité juge normaux dans le long terme, même après que l'emploi et l'inflation seront revenus proches de leurs niveaux cohérents avec le mandat. Cette forme de guidage qualitatif a été réitérée par la suite.

## 2 | Les grands débats actuels sur le marché du travail américain

### 2 | I Les évolutions sur le marché du travail américain depuis la Grande Récession

Au cours de la Grande Récession, le taux de chômage américain a crû d'un niveau proche de 5 % en 2007 jusqu'à 10 % à son pic en octobre 2009. Depuis lors, la décrue a été relativement lente, mais continue, pour enfin revenir en dessous de 6 % de la population active tout récemment (le taux de chômage était de 5,9 % pour le mois de septembre 2014). Cette asymétrie entre l'évolution rapide de la hausse du chômage et la baisse qui, elle, est beaucoup plus lente est un phénomène classique qui a déjà été mis en évidence par la littérature (voir par exemple Montgomery *et al.*, 1998) et est lié à une forme de persistance du chômage.

Du côté de l'emploi, l'économie américaine vient de retrouver au troisième trimestre 2014 son niveau d'avant-crise après avoir perdu environ 8 millions d'emplois en à peine deux ans, entre début 2008 et début 2010. L'absence de rebond marqué de l'activité économique en sortie de récession, contrairement aux récessions passées, expliquerait en partie que l'emploi privé soit resté en moyenne, entre 2010 et 2012, 1,2 million en dessous de son niveau potentiel (voir sur

<sup>5</sup> La règle de Taylor est une règle de politique monétaire qui relie le taux d'intérêt décidé par la banque centrale au taux d'inflation de l'économie et à une mesure du cycle économique (comme l'écart de production ou l'écart de chômage).

ce point Chinn, Ferrara et Mignon, 2014). Mais d'autres facteurs spécifiques ont pu jouer. Par exemple, un des aspects inhabituels de la récession de 2008-2009 est qu'elle provient d'une bulle immobilière ; la forte baisse des prix immobiliers consécutive à l'éclatement de la bulle a gelé le marché immobilier empêchant la mobilité géographique et la possibilité pour les personnes en recherche d'emploi d'aller chercher du travail dans un autre état américain. Cette thèse est développée par exemple par Farber (2013).

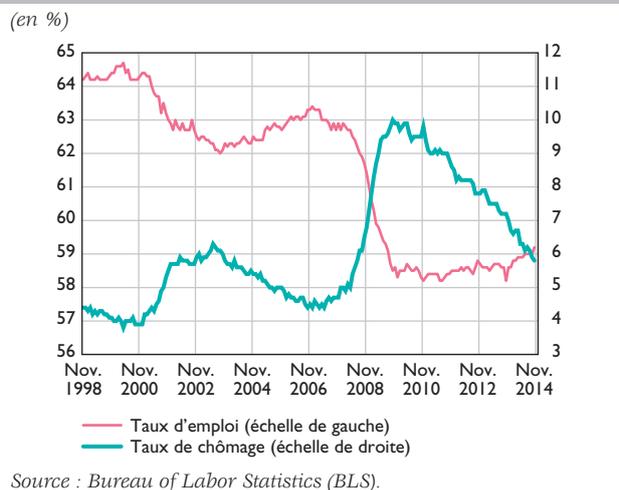
Les secteurs qui ont subi une baisse très marquée de l'emploi et qui n'ont à ce jour pas connu de véritable reprise sont le secteur de la construction et le secteur manufacturier. L'emploi dans ces deux secteurs s'est effondré de manière beaucoup plus brutale que dans le secteur financier, d'où est pourtant partie la crise. À fin 2014, le seul secteur ayant dépassé son niveau d'emploi d'avant crise est le secteur des services privés (qui représente néanmoins près des deux tiers de l'emploi total).

## 2 | 2 Le taux de chômage est-il toujours un bon indicateur des tensions sur le marché du travail ?

Bien que la reprise sur le marché du travail américain soit en cours, se focaliser sur un seul indicateur, le taux de chômage – qui, comme on l'a vu dans la section précédente, était traditionnellement la mesure du cycle économique privilégiée par la Fed dans le cadre de son mandat dual de stabilité de prix et de plein emploi et notamment lors de son guidage quantitatif des anticipations – risque de ne donner qu'une vision partielle de l'état de santé du marché du travail américain. Ceci est évident, par exemple, si on compare l'évolution du taux de chômage et du taux d'emploi – défini comme la proportion de personnes actuellement employées parmi celles en âge de travailler – depuis 2010 (cf. graphique 1). Malgré une baisse marquée du taux de chômage lors de ces quatre dernières années, la hausse du taux d'emploi est encore très limitée, son niveau étant encore proche du point bas de 2009.

En effet, depuis 2010 le taux de chômage américain a baissé beaucoup plus vite que ne le laissait présager la reprise économique, comme le montre une simple loi d'Okun estimée sur la période 1985-2007 aux États-Unis (cf. graphique 2). La loi d'Okun mesure

Graphique 1 Taux de chômage et taux d'emploi



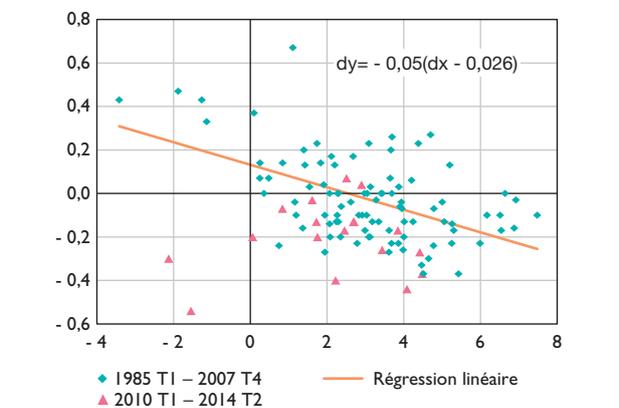
la relation entre le taux de croissance du PIB et la variation du taux de chômage. La loi originale (Okun, 1962) s'exprime selon une relation en différences telle que :

$$\Delta U = \alpha + \beta \times \Delta LPIB + \varepsilon,$$

où  $\Delta LPIB$  est la différence du logarithme du PIB réel,  $\Delta U$  est la variation du taux de chômage et  $\varepsilon$  un terme d'erreur. Le paramètre  $\beta$ , quelquefois appelé coefficient d'Okun, est supposé être négatif, reflétant ainsi une corrélation négative entre la croissance du PIB et la variation du taux de chômage. Le ratio  $-\alpha/\beta$  est une mesure du taux de croissance du PIB

Graphique 2 Loi d'Okun

(taux de croissance du PIB en abscisse, en%, vta ; variation du taux de chômage en ordonnée, en points de pourcentage, vt)



nécessaire pour stabiliser le chômage. En estimant cette relation sur données trimestrielles sur la période d'avant-récession, du premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2007, on obtient qu'une croissance du PIB de 2,6 % en variation trimestrielle annualisée (vta) était nécessaire pour maintenir le taux de chômage inchangé et qu'une croissance du PIB supérieure à ce niveau conditionnait donc la baisse du taux de chômage.

En utilisant cette relation, une analyse de la période récente de baisse du taux de chômage (du T1 2010 au T2 2014) – indiquée par les triangles rouges dans le graphique 2 – montre que cette baisse aurait dû être moindre étant donné la relation historique entre croissance et chômage, car ces triangles rouges se situent généralement en dessous de la ligne de régression. En effet, la croissance observée du PIB pendant cette même période n'a été que d'environ 2,1 % en moyenne en vta. Il semble donc qu'un autre facteur que l'activité économique ait joué pour expliquer la baisse du taux de chômage.

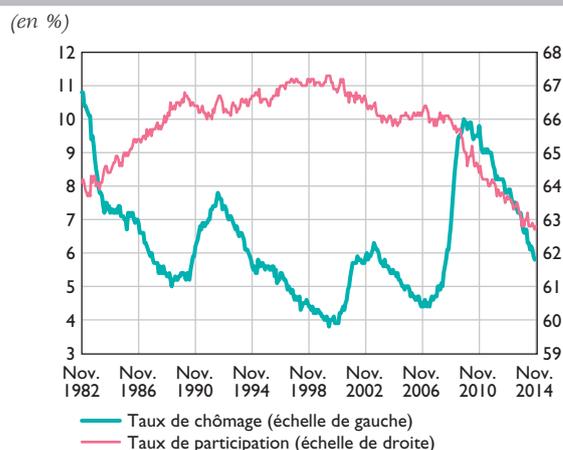
## 2 | 3 Le débat sur la baisse du taux de participation aux États-Unis

Comment donc réconcilier la forte baisse du taux de chômage avec la reprise modérée de l'activité économique et de l'emploi aux États-Unis depuis 2010 ? Ce qui est frappant au cours de la Grande Récession est que cette baisse du taux de chômage s'est accompagnée d'une forte décline du taux de participation (défini comme le ratio force de travail sur population en âge de travailler, cf. graphique 3).

Il existe en effet une très forte sensibilité du taux de chômage au taux de participation. La Banque fédérale de réserve d'Atlanta a développé un outil (disponible sur son site internet) qui permet de prévoir le taux de chômage à un horizon donné en fonction de plusieurs hypothèses, en particulier le nombre de créations d'emplois et le taux de participation <sup>6</sup>.

Le tableau 1 montre, à titre illustratif, les différentes valeurs que le taux de chômage pourrait avoir à la mi-2015 en fonction d'évolutions possibles du taux de participation. Dans cet exemple, nous prenons un horizon de neuf mois (de septembre 2014 à

Graphique 3 Taux de chômage et taux de participation



Source : BLS.

juin 2015) avec comme valeur centrale pour le taux de participation le dernier chiffre connu (62,7 % en septembre 2014) et comme hypothèse pour les créations d'emplois un chiffre de 200 000 créations par mois (une valeur proche de la moyenne des créations d'emplois aux États-Unis depuis le début de la reprise du marché du travail en 2010). Comme le tableau 1 le montre, la valeur du taux de chômage à la mi-2015, date autour de laquelle une première hausse des taux américains par la Fed est attendue par les marchés, serait de 5,4 % si le taux de participation reste stable et si les créations d'emplois continuent à progresser au même rythme. Cette valeur pourrait cependant changer sensiblement suite à des évolutions du taux de participation à la hausse ou à la baisse. Ainsi, une hausse du taux de participation à 63,3 % de la population en âge de travailler ferait mécaniquement remonter le chômage,

Tableau 1 Effet du taux de participation sur le taux de chômage en juin 2015

(en %)

Si l'économie crée 200 000 emplois par mois avec un taux de participation de	en juin 2015, le taux de chômage aux États-Unis serait de
63,3	6,3
63,0	5,8
<b>62,7</b>	<b>5,4</b>
62,4	4,9
62,1	4,4

Source : Banque fédérale de réserve d'Atlanta et calculs des auteurs.

6 <https://www.frbatlanta.org/chcs/calculator/>

toutes choses égales par ailleurs, à 6,3 % en juin 2015 et remettrait alors peut-être en cause la sortie de la période de taux bas de la Fed (pour rappel, la borne haute de la tendance centrale du FOMC se situe à 5,5 %).

La question est alors de savoir si cette baisse marquée du taux de participation depuis 2007 est de nature cyclique, en partie liée à la sortie du marché du travail d'un certain nombre de travailleurs découragés par la Grande Récession, ou structurelle, liée à des facteurs de long terme, tels que la transition démographique.

Le débat académique est actuellement intense aux États-Unis autour de cette question. D'un côté, se trouvent les tenants de l'explication cyclique qui mettent en avant le caractère exceptionnel de la Grande Récession de 2008-2009 et voient ce phénomène comme un cycle d'une longueur inhabituelle par rapport aux autres récessions américaines (voir par exemple Bengali, Daly, Valletta, 2013, ou Erceg et Levin, 2013). D'un autre côté, certains auteurs mettent en exergue des facteurs structurels à la source de cette baisse, tels que le vieillissement de la population, la stagnation du taux de participation des femmes ou le fait que les jeunes adultes restent, en tendance, de plus en plus longtemps dans le système éducatif au lieu de se lancer sur le marché du travail (voir par exemple Aaronson et Brave, 2013).

Dans son rapport publié en février 2014, le *Congressional Budget Office* (CBO), qui est un institut indépendant dont l'objectif est de fournir des mesures structurelles de l'économie des États-Unis, prend une position médiane dans ce débat. Il décompose la baisse de 3 points de pourcentage dans le taux de participation observé entre 2010 et 2013 en 1,5 point de pourcentage dû à des effets de long terme, 1,0 point de pourcentage dû à des effets temporaires et 0,5 point de pourcentage dû aux aspects inhabituels de la Grande Récession. Plus récemment, un article d'économistes de la Fed arrive à une conclusion plus tranchante, évaluant que seul un quart de cette baisse est dû au cycle, le reste étant de nature principalement structurelle, lié en particulier au vieillissement de la population (Aaronson *et al.*, 2014).

Distinguer les facteurs structurels des facteurs cycliques dans la baisse du taux de participation conditionne la réponse de politique économique, notamment de politique monétaire. Au sein du FOMC, les plus « colombes » (*dovish*) des membres (N. Kocherlakota, C. Evans et J. Williams en particulier, mais aussi J. Yellen) soulignent l'aspect cyclique des évolutions récentes sur le marché du travail, justifiant ainsi une politique monétaire toujours accommodante. Au contraire, les plus « faucons » (*hawkish*) des membres (tels que C. Plosser) pointent les changements structurels qui viendraient ainsi réduire les écarts au potentiel et commencer à créer des pressions inflationnistes.

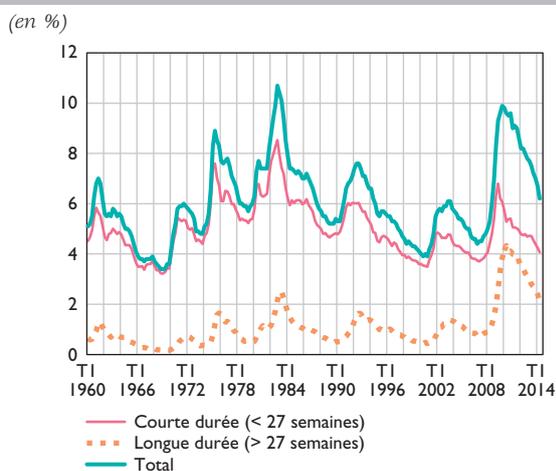
## 2 | 4 Le débat sur le taux de chômage de courte et de longue durée

Dans ses nombreux discours, Janet Yellen a spécifié à plusieurs reprises, notamment pendant la période de guidage quantitatif des anticipations (de décembre 2012 à décembre 2013), que le taux de chômage n'était pas la seule variable à être prise en compte par le FOMC dans ses décisions de politique monétaire. Par exemple, les créations d'emploi, les inscriptions à l'assurance-chômage ou différentes enquêtes publiées dans le JOLTS (*Job openings and labor turnover survey*) sont suivies de près. Plus récemment, dans son discours à Jackson Hole en août 2014, Janet Yellen a cité un travail récent de la Fed (Chung *et al.*, 2014) qui propose une mesure agrégée des conditions sur le marché du travail (*Labor Market Conditions Index*)<sup>7</sup>. Ce travail repose sur un modèle économétrique dit à facteurs dynamiques qui permet de résumer l'information contenue dans un grand nombre de variables, en utilisant la corrélation entre ces variables<sup>8</sup>. La mesure proposée est un indicateur composite censé reproduire l'information contenue dans dix-neuf variables représentatives du marché du travail américain. Depuis le milieu des années soixante-dix, cet indicateur est fortement corrélé avec le taux de chômage (corrélation de - 0,96). Mais sur les derniers mois, il s'en éloigne sensiblement en étant plus pessimiste.

7 « Les modèles dits factoriels sont un outil pratique pour résumer les informations contenues dans plusieurs indicateurs différents. Conformément à cette méthodologie, les équipes de la Réserve fédérale ont élaboré un indice reflétant la situation sur le marché du travail à partir de dix-neuf indices relatifs à ce même marché, y compris les quatre que je viens d'évoquer. Cette mesure reposant sur une base diversifiée confirme le constat d'une amélioration significative du marché du travail au cours de l'année passée, mais elle indique également que la baisse du taux de chômage au cours de cette même période surestime un peu l'amélioration de la situation globale sur le marché du travail. »

8 Pour une revue récente de ce type de modèle, voir par exemple Barhoumi, Darné et Ferrara (2012).

Graphique 4 Taux de chômage par durée



Au-delà de cet indicateur composite, deux séries sont également suivies avec une grande attention par les économistes car elles reflètent en partie des aspects structurels et cycliques, à savoir le taux de chômage de courte durée et de longue durée. Le taux de chômage de longue durée se définit comme le pourcentage de chômeurs en recherche d'emploi depuis plus de 27 semaines, et celui de courte durée se définit par opposition. Il est frappant d'observer dans le graphique 4 que le taux de chômage de courte durée est revenu aujourd'hui à proximité de son niveau d'avant-crise (4,0 % en septembre 2014) après avoir frôlé les 7 % au plus fort de la récession. En revanche, le taux de chômage de longue durée se trouve toujours au-dessus des valeurs observées avant la récession (1,9 % en septembre) et a connu des plus hauts historiques de 4,5 % en avril 2010. L'interprétation qui en est faite est celle de l'apparition d'un chômage structurel chez les chômeurs de longue durée pour lesquels la probabilité de retrouver un emploi diminue avec le temps. Cette interprétation est confortée par certaines mesures de taux de chômage structurel qui ont crû depuis le début de la Grande Récession (Chen *et al.*, 2011).

Actuellement, il existe un débat dans la littérature sur l'importance ou non de prendre en compte la durée du chômage dans l'évaluation des tensions inflationnistes récentes de l'économie américaine. Ce débat provient du constat, depuis quelques années, d'une décorrélation entre les évolutions du taux de chômage et du taux d'inflation aux États-Unis,

comme le montre par exemple l'absence récente de pressions inflationnistes malgré un taux de chômage qui est passé au-dessous de 6 % en septembre 2014.

Ainsi, se pose désormais la question de la mesure des tensions sur le marché du travail américain. Auparavant, le taux de chômage était considéré par le FOMC comme la variable optimale pour évaluer le critère d'emploi maximal au sein de son mandat dual. C'est ainsi qu'il a été considéré parmi les trois critères du guidage quantitatif des anticipations. Depuis la Grande Récession, la forte baisse du taux de participation est venue potentiellement brouiller le signal envoyé par le taux de chômage et l'évolution des différentes composantes du chômage ajoute également de l'incertitude.

### 3| L'interaction entre marché du travail et politique monétaire

La difficulté actuelle pour la politique monétaire américaine est donc de mesurer avec précision les tensions sur le marché du travail. En d'autres termes, il s'agit d'identifier les variables qui décrivent au mieux les tensions sur le marché du travail et qui représentent donc un bon indicateur pour mesurer les éventuelles pressions inflationnistes dans l'économie.

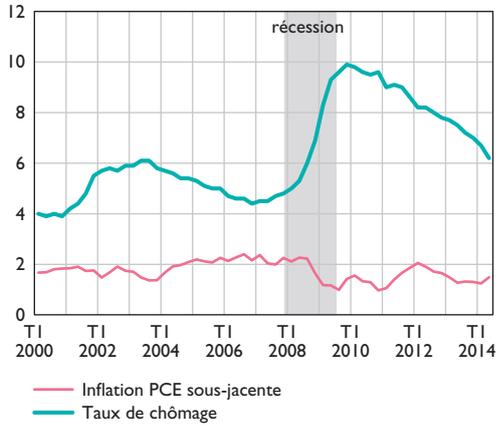
Dans cette section, nous reprenons les éléments principaux des débats présentés dans la section précédente, pour en évaluer notamment leur impact sur la prise de décision de politique monétaire. En particulier, nous estimons des courbes de Phillips et règles de Taylor standards pour évaluer l'effet différencié sur l'inflation des différentes composantes du taux de chômage par durée et mettre ainsi en évidence l'arbitrage auquel doit faire face le FOMC.

#### 3| I L'arbitrage entre chômage et inflation s'est-il modifié ?

Comme noté précédemment, le débat sur l'importance de la prise en compte des évolutions des composantes du taux de chômage par durée

**Graphique 5 Chômage et inflation sous-jacente**

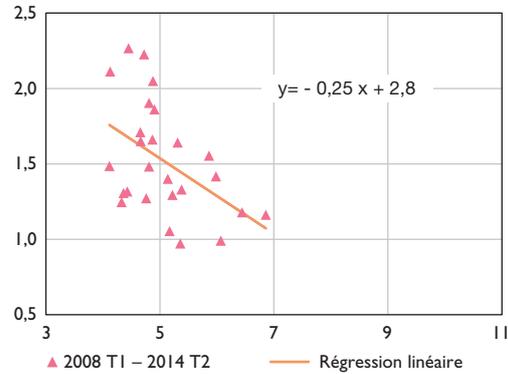
(en % ; glissement annuel)



Sources : BEA et BLS.

**Graphique 6 Inflation et chômage de courte durée**

(en % ; taux de chômage de courte durée en abscisse, inflation PCE sous-jacente en ordonnée)



Sources : BEA, BLS et calculs des auteurs.

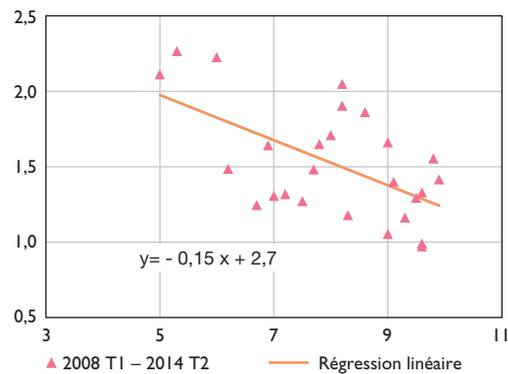
pour mesurer les pressions inflationnistes aux États-Unis est lié au constat que, depuis le début de la crise en 2008, il y a eu une certaine décorrélation entre les évolutions du chômage et celles des prix. Dans le graphique 5 figure l'inflation sous-jacente mesurée par le glissement annuel du déflateur des dépenses de consommation des ménages (inflation dite « PCE », *Personal consumption expenditures*), hors alimentaire et énergie ; on y voit que la forte hausse du taux de chômage total pendant la récession ne s'est accompagnée que d'une baisse très modérée de l'inflation<sup>9</sup>. De même, la décrue du chômage depuis la reprise n'a pas entraîné de hausse significative de l'inflation, qui est actuellement bien en dessous de la cible de 2 % (1,4 % en septembre 2014 pour l'inflation PCE *headline* et 1,5 % pour l'inflation PCE sous-jacente).

Une partie de la littérature récente (voir en particulier Rudebusch et Williams, 2014, ou Kiley, 2014) a donc avancé l'hypothèse que les évolutions différentes des taux de chômage de courte durée et de longue durée depuis 2008 pourraient expliquer en partie l'absence apparente d'arbitrage entre inflation et chômage, ou, autrement dit, l'aplatissement de la courbe de Phillips aux États-Unis.

Une simple illustration graphique montre que, depuis 2008, l'influence du taux de chômage de courte durée (inférieur à 27 semaines) sur l'inflation semblerait bien plus élevée que celle du taux de chômage total (cf. graphiques 6 et 7). En effet, l'élasticité estimée entre le T1 2008 et le T2 2014 par une simple régression linéaire est plus forte dans le premier cas (- 0,25, contre - 0,15).

**Graphique 7 Inflation et chômage total**

(en % ; taux de chômage total en abscisse, inflation PCE sous-jacente en ordonnée)



Sources : BEA, BLS et calculs des auteurs.

9 Le déflateur des dépenses personnelles de consommation, publié par le Bureau of Economic Analysis, est la cible officielle d'inflation de la Fed dans son objectif de long terme de stabilité des prix. Nous utilisons cette mesure d'inflation dans le reste de cette section, en particulier l'inflation PCE hors énergie et alimentaire, pour mieux prendre en compte les tensions inflationnistes internes (hors effets du pétrole et taux de change). Une autre mesure d'inflation très suivie aux États-Unis est le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), publié par le Bureau of Labor Statistics.

### 3 | 2 Que nous dit une courbe de Phillips sur la relation récente entre chômage et inflation ?

Dans cette section, nous étudions de manière quantitative la relation entre le taux de chômage et les prix aux États-Unis, en particulier pour essayer de vérifier empiriquement si la relation entre ces deux variables s'est effectivement affaiblie depuis la crise de 2008. Pour cela, nous estimons une courbe de Phillips standard qui relie l'inflation à l'écart de taux de chômage (*unemployment gap*), mesuré comme déviation d'un taux naturel de chômage, également appelé taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU, *non-accelerating inflation rate of unemployment*) et supposé mesurer le taux de chômage compatible avec un taux d'inflation constant. En revanche cette spécification simple n'est pas augmentée des anticipations d'inflation (ni des prix importés car on est focalisé sur l'inflation sous-jacente).

La spécification choisie de la courbe de Phillips est donc la suivante <sup>10</sup> :

$$\pi_t = \alpha + \beta \times \pi_{t-1} + \gamma \times (U_t - \hat{U}_t) + \varepsilon_t$$

où  $\pi_t$  est l'inflation,  $(U_t - \hat{U}_t)$ , la différence entre le taux de chômage et le taux de chômage naturel et  $\varepsilon_t$ , un terme d'erreur. En particulier, nous utilisons comme mesure d'inflation l'inflation PCE sous-jacente et comme mesure du taux de chômage non accélérateur de l'inflation celui estimé par le CBO (CBO, 2014). Pour pouvoir tester l'hypothèse, corroborée par les graphiques 6 et 7, d'une influence du taux de chômage de courte durée sur l'inflation plus forte que celle du taux de chômage total, nous estimons également deux spécifications alternatives de cette courbe de Phillips en utilisant un « écart de chômage de courte durée » et un « écart de chômage de longue durée », construits de manière similaire à ceux proposés par Rudebusch et Williams (2014).

Le coefficient  $\gamma$  mesure la relation entre l'inflation et les conditions sur le marché du travail et a théoriquement un signe négatif. Les résultats des estimations pour ce coefficient sont présentés dans le tableau 2 pour

l'ensemble de la période analysée, qui va du T1 1985 au T1 2014, ainsi que pour deux sous-périodes, du T1 1985 au T4 2007 pour la période d'avant-crise, et du T1 2008 au T1 2014 pour celle d'après-crise.

Premièrement, les résultats empiriques montrent que sur l'ensemble de la période la relation entre inflation et écart de chômage total a été faible, voire nulle, aux États-Unis (coefficient estimé très faible et statistiquement non significatif). Toutefois, la relation est significative pour la période d'avant-crise qui va de 1985 à 2007, bien qu'elle reste globalement faible. Enfin, les résultats semblent conforter l'hypothèse d'un aplatissement de la courbe de Phillips depuis 2008 (coefficient  $\gamma$  proche de zéro sur la sous-période d'après crise). Cet aplatissement semble moins marqué si on ne prend en compte que le chômage de courte durée car le coefficient  $\gamma$  reste à peu près stable sur les deux sous-périodes dans cette spécification de la courbe (bien qu'il ne soit pas statistiquement significatif après 2008, comme dans le cas du chômage total, probablement en raison du nombre limité d'observations disponibles). Le chômage de longue durée, quant à lui, ne semble pas être un indicateur adéquat des tensions inflationnistes aux États-Unis, le coefficient de la courbe de Phillips étant non significatif sur l'ensemble des périodes considérées.

Enfin, nous utilisons ces trois spécifications alternatives de la courbe de Phillips pour effectuer une prévision conditionnelle de l'inflation PCE sous-jacente sur la période allant du premier trimestre 2008 au premier trimestre 2014.

Tableau 2 Estimation de la relation entre inflation et écart du taux de chômage pour différentes périodes à l'aide d'une courbe de Phillips

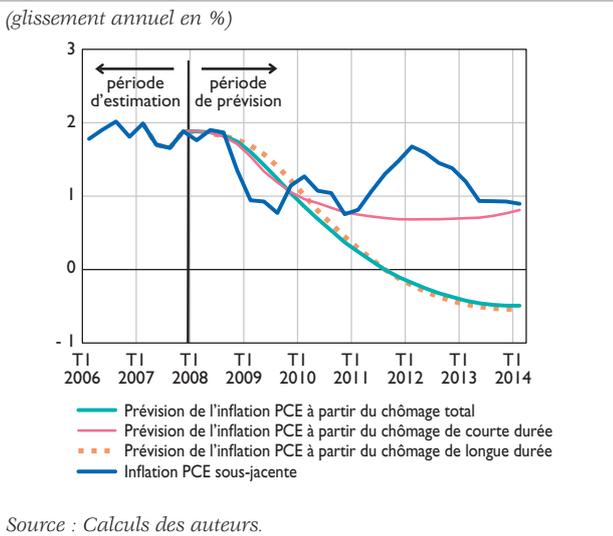
	1985-2014	1985-2007	2008-2014
<b>Courbe de Phillips avec écart de chômage total</b>			
$\hat{\gamma}$	- 0,02	- 0,05*	- 0,01
<b>Courbe de Phillips avec écart de chômage de courte durée</b>			
$\hat{\gamma}$	- 0,07*	- 0,09*	- 0,07
<b>Courbe de Phillips avec écart de chômage de longue durée</b>			
$\hat{\gamma}$	- 0,01	- 0,08	- 0,04
<b>Nombre d'observations</b>	<b>117</b>	<b>92</b>	<b>25</b>

\* Dénotent un coefficient significatif au seuil de 5 %.

Source : Calculs des auteurs.

<sup>10</sup> De nombreuses autres spécifications de la courbe de Phillips existent dans la littérature, par exemple pour expliquer les évolutions des salaires, en utilisant d'autres variables explicatives comme l'écart de production.

**Graphique 8 Prédiction conditionnelle de l'inflation PCE sous-jacente sur 2008-2014 par type de chômage (total, courte durée et longue durée)**



Les résultats, présentés dans le graphique 8, montrent que, depuis 2008, le chômage de courte durée permet une meilleure prévision de l'inflation PCE que le chômage total ou celui de longue durée.

Les résultats de nos estimations suggèrent donc que le chômage total, et en particulier celui de longue durée, a eu récemment une influence très faible, voire nulle, sur l'inflation des prix aux États-Unis, ce qui a modifié la relation standard entre ces deux variables et a pu envoyer des messages potentiellement biaisés sur les véritables pressions inflationnistes actuelles dans l'économie américaine.

### 3 | 3 Estimation d'une règle de Taylor standard avec des spécifications alternatives pour l'écart de chômage

Dans cette dernière section, on intègre les considérations faites dans la section précédente sur les types de chômage par durée dans un cadre de politique monétaire. Étant donné le mandat dual de la Fed de stabilité des prix et de plein emploi, une règle de Taylor standard qui relie le taux directeur géré par

la banque centrale au taux d'inflation de l'économie et à un indicateur du cycle économique représente la fonction de réaction de référence de la politique monétaire américaine de la période d'avant-crise.

La spécification choisie de la règle de Taylor pour le taux directeur de la Fed  $FF_t$  (*Federal Fund rate*) est la suivante :

$$FF_t = \alpha + \beta \times \pi_t + \gamma \times (U_t - \hat{U}) + \varepsilon_t$$

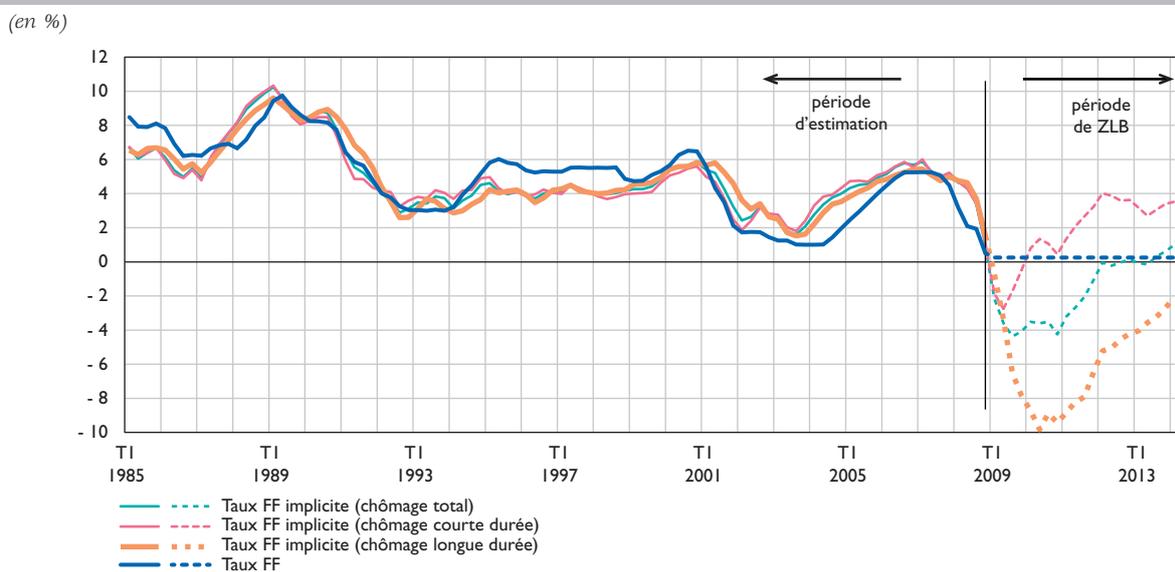
Nous utilisons une régression du taux directeur de la Fed sur l'inflation PCE sous-jacente et l'écart de chômage total (défini comme dans la section précédente)<sup>11</sup>. Pour évaluer l'effet différencié sur l'inflation des différentes composantes du taux de chômage par durée, nous estimons également deux spécifications alternatives de cette règle en utilisant les écarts de chômage de courte durée et de longue durée définis auparavant.

En particulier, nous estimons cette règle sur la période de politique monétaire dite « conventionnelle » qui va du premier trimestre 1985 au troisième trimestre 2008, car à partir de décembre 2008 la Fed a été contrainte par le *Zero lower bound* et a commencé sa politique de guidage des anticipations. Nous calculons ensuite, sur la base des coefficients estimés sur cette période, la prévision conditionnelle du taux directeur implicite pour la période qui va du quatrième trimestre 2008 au premier trimestre 2014, étant donné les valeurs réalisées de l'inflation et du taux de chômage.

Le graphique 9 montre que sur la période d'estimation considérée, l'ajustement de la règle de Taylor, que l'on utilise l'écart de chômage total ou l'une des deux spécifications alternatives, est globalement élevé (on obtient un  $R^2$  d'environ 0,70 dans les trois cas), et ce malgré des épisodes perturbés, comme de 1995 à 1998 et de 2002 à 2005, où les taux de Taylor estimés diffèrent de manière persistante du taux réalisé. Le taux directeur de long terme (ou naturel) issu de la règle classique (avec l'écart de chômage total) ressort de façon assez habituelle aux environs de 4,5 % (sous l'hypothèse que dans le long terme  $\pi_t = 2$  et l'écart de chômage = 0). Le résultat remarquable est que le taux issu de la règle de Taylor est pratiquement le même selon les trois spécifications jusqu'à début 2009,

11 D'autres spécifications de la règle de Taylor existent et utilisent par exemple l'écart de production comme mesure du cycle économique.

Graphique 9 Taux des Fed Funds et des Fed Funds implicites basés sur une règle de Taylor



Source : Calculs des auteurs.

pour ensuite se différencier de manière significative, reflétant ainsi la décorrélation entre le chômage de longue durée et celui de courte durée soulignée précédemment.

Ce graphique confirme ce que Janet Yellen a répété à plusieurs reprises dans ses discours, notamment pendant la période de guidage quantitatif des anticipations de décembre 2012 à décembre 2013, à savoir que le taux de chômage n'était pas la seule variable à être prise en compte par le FOMC dans ses décisions de politique monétaire. En effet, les prescriptions d'une règle de Taylor classique, basée sur l'écart de chômage total, auraient plaidé pour une remontée des taux dès le second semestre 2013 alors qu'une mesure d'écart de courte durée suggérait une hausse des taux déjà en 2010. À ce stade, la spécification utilisant le taux de chômage de longue durée prescrirait toujours un taux d'intérêt directeur négatif.

Dans cet article, nous avons souligné le rôle majeur pris depuis quelques années par le marché du travail dans la gestion de la politique monétaire américaine par le Système fédéral de réserve ainsi que la complexité de la mesure des tensions sur ce marché. Nous avons montré empiriquement que la relation entre le taux de chômage et l'inflation semble s'être récemment affaiblie, sous l'effet d'une décorrélation entre le taux de chômage de courte durée et celui de longue durée. Via des outils de prescription de politique monétaire standards, de type courbe de Phillips et règle de Taylor, nous illustrons le fait que cette décorrélation mène à des décisions de politique monétaire clairement différenciées. En particulier, l'intégration du taux de chômage de longue durée dans les équations implique une approche plus accommodante de la politique monétaire. Cette différenciation se reflète actuellement dans certaines tensions au sein du FOMC, qui sont source d'incertitudes sur la date et la vitesse de sortie par la Fed du régime de *Zero lower bound* des taux directeurs.

## Bibliographie

**Aaronson (D.) et Brave (S.) (2013)**

« Estimating the trend in employment growth », *Chicago Fed Letter*, n° 312, juillet.

**Aaronson (S.), Cajner (T.), Fallick (B.), Galbis-Reig (F.), Smith (C. L.) et Wascher (W.) (2014)**

« Labor force participation: recent developments and future prospects », *Fed Board Working Paper* n° 2014-64.

**Barhoumi (K.), Darné (O.) et Ferrara (L.) (2012)**

« Une revue de la littérature des modèles à facteurs dynamiques », *Économie et Prévision*, n° 199, p. 51-77.

**Bengali (L.), Daly (M.) et Valletta (R.) (2013)**

« Will labor force participation bounce back? », *FRBSF Economic Letter*, 2103-14, mai.

**Chen (J.), Kannan (P.), Loungani (P.) et Trehan (B.) (2011)**

« New evidence on cyclical and structural sources of unemployment », *IMF Working Paper* n° 11/106.

**Chinn (M.), Ferrara (L.) et Mignon (V.) (2014)**

« Explaining US employment growth after the Great Recession: the role of output-employment non-linearities », *Journal of Macroeconomics*, 42, 118-129.

**Chung (H.), Fallick (B.), Nekarda (C.) et Ratner (D.) (2014)**

« Assessing the change in the labor market conditions », *FEDS Note*, 22 mai.

**Congressional Budget Office (2012)**

« Budget and economic outlook », Washington D.C., janvier.

**Congressional Budget Office (2014)**

« The budget and economic outlook: 2014 to 2024 », février.

**Erceg (C.) et Levin (A.) (2013)**

« Labor force participation and monetary policy in the wake of the Great Recession », *CEPR Working Paper* n° 9668.

**Farber (H. S.) (2012)**

« Unemployment in the Great Recession: did the housing market crisis prevent the unemployed from moving to take jobs? », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 102(3), 520-525.

**FOMC (2014)**

« Statement on longer-run goals and monetary policy strategy », 28 janvier.

**Kiley (M. T.) (2014)**

« An evaluation of the inflationary pressure associated with short and long term unemployment », *Fed Board, Finance and Economics Discussion Series*, WP n° 2014-28.

**Montgomery (A.), Zarnowitz (V.), Tsay (R.) et Tiao (G.) (1998)**

« Forecasting the U.S. unemployment rate », *Journal of the American Statistical Association*, 93, 442, p. 478-493.

**Okun (A. M.) (1962)**

« Potential GNP: its measurement and significance », *Proceedings of the Business and Economics Statistics Section*, American Statistical Association, 98-103.

**Rudebusch (G.) et Williams (J.) (2014)**

« A wedge in the dual mandate: monetary policy and long-term unemployment », *Banque fédérale de réserve de San Francisco, Working Paper* 2014-14, mai.

# La balance des paiements de la France selon les nouvelles normes internationales : une réponse statistique à la mondialisation de l'économie

---

**Bertrand COLLÈS, Jeanne PAVOT et Julien URI**

*Direction de la Balance des paiements*

*Service des Synthèses*

*En 2014, la Banque de France publie ses données de balance des paiements et de position extérieure selon la nouvelle méthodologie internationale élaborée par le Fonds monétaire international (FMI).*

*Cette nouvelle méthodologie, dite « 6<sup>e</sup> Manuel de balance des paiements » (BPM6) permet de mieux retracer l'évolution internationale des modes de production et des transactions financières. Le BPM6 vise aussi à imposer un calcul plus précis de la position extérieure des pays, qui est essentiel au diagnostic d'éventuels déséquilibres macroéconomiques.*

*Il en résulte une réévaluation du solde des transactions courantes, de l'ordre de 0,5 % du PIB. L'analyse des séries homogénéisées depuis 1999 selon la nouvelle norme montre aussi que le choc induit par la récession de 2009 sur les échanges internationaux de la France est désormais plus que compensé.*

Mots clés : balance des paiements, position extérieure, méthodologie, chaîne de valeur mondiale

Codes JEL : F00, F10, F20, F30, F40

NB : Le passage au BPM6 en 2014 marque l'aboutissement d'un projet sur trois ans associant six unités de la direction de la Balance des paiements et de la direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles, avec l'appui des équipes informatiques.

Que l'on s'interroge sur les leviers de la compétitivité, sur l'attractivité du territoire, sur l'exposition aux risques financiers internationaux ou sur le rôle de la finance mondiale dans la croissance économique, l'insertion des pays dans l'économie internationale est au cœur des réflexions économiques actuelles.

La balance des paiements et la position extérieure composent le socle statistique pour élaborer ces diagnostics.

Dans ce contexte, la mise en œuvre de la sixième version du *Manuel* de la balance des paiements du FMI (« BPM6 », acronyme de *Balance of Payments Manual*) revêt une importance particulière. Les évolutions de ce manuel interviennent environ tous les quinze ans<sup>1</sup> et définissent les principes de mesure des échanges internationaux. Ces principes doivent être appliqués de manière uniforme afin que chaque pays présente l'image la plus exacte et comparable possible de ses équilibres extérieurs. La Banque de France, à qui le législateur a confié la mission d'établir la balance des paiements, est à ce titre responsable de leur bonne application.

Depuis la publication du *5<sup>e</sup> Manuel* en 1993, l'économie mondiale et les échanges internationaux ont connu une croissance très rapide. Entre 1993 et 2013, les échanges internationaux de biens dans le monde ont été multipliés par près de 4. En France, les importations et exportations de biens ont été multipliées par plus de 2,5 en valeur. Le stock d'investissements directs à l'étranger dans le monde a été multiplié par 10, selon la CNUCED ; les investissements directs français à l'étranger ont connu une progression similaire.

Le processus de production est également plus morcelé et géographiquement dispersé, un plus grand nombre de pays contribuant aux maillons de la « chaîne de valeur » (conception, fabrication, distribution). Parallèlement, l'offre de financement se développe, en réponse aux besoins suscités par la multiplication des échanges.

Pour la France, des données au nouveau format ont été établies et publiées par la Banque de France à partir de mars 2014, en avance sur la plupart des pays<sup>2</sup>.

Au-delà de la mise en œuvre de la nouvelle méthodologie, le passage au BPM6 a été l'occasion pour la Banque de France de mener à bien une révision des séries temporelles et d'intégrer des données de meilleure qualité, par exemple les résultats d'enquêtes mises en place ces dernières années, ou de corriger des ruptures de séries. La Banque de France publie ainsi des séries temporelles cohérentes depuis 1999 suivant la nouvelle méthodologie.

Cet article présente les principaux changements introduits par le *6<sup>e</sup> Manuel* et l'impact des améliorations de mesure sur la balance des paiements et la position extérieure de la France.

## I | Les principaux changements introduits par le 6<sup>e</sup> Manuel

### Des concepts et méthodes adaptés à la complexité des opérations transfrontières<sup>3</sup>

Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, la balance des paiements pouvait s'établir sur la base d'indicateurs relativement simples : lorsqu'une entreprise établie en France achetait un bien à l'étranger, cela s'accompagnait dans la grande majorité des cas d'un passage en douane et d'une opération de change. En recensant les opérations douanières d'un côté, les opérations de change franc contre devises de l'autre, il était possible d'estimer correctement les échanges sur une période donnée et, par différence avec les opérations de change reflétant les paiements, les délais de paiement sur les échanges de biens.

Puis, trois mutations se sont produites :

- parce que les banques et les entreprises se sont internationalisées et que les flux de services se sont développés, les échanges non douaniers ont vu leur importance relative s'accroître<sup>4</sup>, d'autant que les Français ont diversifié leurs placements en y intégrant des titres étrangers. Ce sont des recettes et dépenses dont le « passage de frontière » est dématérialisé ;

<sup>1</sup> Le FMI a publié le *6<sup>e</sup> Manuel* en 2009. Dans un cadre coordonné, l'Union européenne a retenu la date de 2014 pour son application, afin d'assurer la simultanéité avec le changement de base quinquennal des comptes nationaux.

<sup>2</sup> Via le support Stat Info mensuel pour les séries mensuelles puis, en juin 2014, via le Rapport annuel 2013 de la balance des paiements et de la position extérieure de la France.

<sup>3</sup> La direction de la Balance des paiements met régulièrement à jour la page du site de la Banque de France spécialement dédiée au *6<sup>e</sup> Manuel*. Pour plus de détails : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees/methodologie/methodologie-de-la-balance-des-paiements-et-de-la-position-exterieure-de-la-france.html>

<sup>4</sup> À titre d'exemple, les redevances tirées des marques franchisées à l'étranger (dans l'hôtellerie, le prêt-à-porter...) ou issues de brevets technologiques constituent des recettes indépendantes de transactions physiques entre la France et les autres pays.

- en 1999, l'euro a été mis en place et, à partir d'une trésorerie centralisée à Paris, il est devenu possible de financer indifféremment des filiales françaises ou étrangères, de recevoir des recettes d'exportation en euro et, sans avoir désormais à effectuer une opération de change, de les utiliser pour des achats sur le territoire français ; ou encore, pour une entreprise française de négoce, d'acheter un composant en Asie et de l'expédier dans une usine en Europe, seuls les flux de trésorerie transitant *via* la France ;
- la mise en place de « l'espace Schengen » à partir de 1995 et l'unification des paiements de détail (SEPA<sup>5</sup>), effective en 2014, ne permettent plus d'observer directement, à partir des dénombrements des passages aux postes-frontières ou des ordres de virement, les indicateurs élémentaires représentatifs d'un échange international.

Les solutions apportées successivement par le 5<sup>e</sup> Manuel en 1993 et surtout le 6<sup>e</sup> Manuel cette année permettent aux statistiques de balance des paiements de retracer ces évolutions.

Ainsi, la résidence se définit désormais comme le lieu où se trouve le « centre d'intérêt économique prédominant de l'agent ». Cela permet notamment de rattacher à la bonne zone géographique toute une variété d'opérations qui irriguent *in fine* l'économie française (une prestation d'ingénierie sur une plate-forme pétrolière, la rémunération du savoir-faire d'un restaurant de gastronomie française à Tokyo, les services financiers élaborés par une société de gestion parisienne au profit d'un gérant de fonds étranger...).

L'enregistrement ou non d'une opération entre résidents et non-résidents dans la balance des paiements découle du changement effectif de la propriété économique. Le critère de « changement de propriété économique », introduit partiellement en 1993, est plus abstrait *a priori* que celui de passage en douane ou d'enregistrement d'un ordre de virement sur l'étranger. Dans le BPM6, il devient le critère essentiel car il permet de traiter selon un principe homogène les différents modes d'échanges internationaux et de s'adapter à leur évolution constante. La propriété

économique comprend tous les risques et avantages, tous les droits et responsabilités liés à la propriété ; elle peut différer à la fois de la propriété au sens juridique et de la notion de passage de frontière. C'est ainsi que sont comptabilisées des opérations pour lesquelles la propriété légale peut différer de la propriété économique : opérations de pension, de crédit-bail ou transactions entre une entreprise et ses succursales.

### La frontière entre les biens et services évolue

Dans le 6<sup>e</sup> Manuel, les échanges de biens se définissent comme les transactions portant sur des biens produits, pour autant qu'il y ait changement de propriété économique. Cette définition conduit au reclassement du négoce international<sup>6</sup> et du « travail à façon » (cf. tableau 1).

Le 5<sup>e</sup> Manuel traitait le négoce international comme un service de « revente », le bien étant acheté puis revendu sans modification substantielle. En BPM6, le négoce est considéré comme une importation/réexportation, puisqu'il y a changement de propriété économique (du vendeur vers le négociant, puis du négociant vers l'acheteur final). L'opération se trouve donc classée dans les biens, même si les entrepôts du négociant se situent à l'étranger et si la marchandise négociée ne passe pas la frontière française. Par ailleurs, les flux de dépenses et de recettes liés au négoce sont désormais identifiés dans la balance des paiements, alors que seul le solde net était comptabilisé en BPM5.

Inversement, le « travail à façon », qui conduit à une modification substantielle du bien sans qu'il y ait changement de propriété, était classé au sein des biens en BPM5. La valeur du service rendu était incluse dans la valeur des produits échangés et comptabilisée dans la ligne des biens. Le BPM6 adopte un point de vue différent : il s'agit désormais d'un service (appelé « service de fabrication sur des intrants physiques détenus par des tiers ») : en l'absence de transfert de propriété économique du bien, il n'y a pas lieu d'enregistrer une transaction internationale de marchandises.

5 Le SEPA – Single Euro Payments Area – permet à chacun d'émettre et recevoir des paiements en euro (par virement, avis de prélèvement...) dans les mêmes conditions quel que soit l'endroit où il se trouve. Cela complète l'unification assurée par le marché monétaire en euro et l'introduction des billets et monnaies en euro.

6 Le négoce international recouvre les achats de marchandises étrangères non importées sur le territoire douanier revendues à des non-résidents, et inversement, ainsi que les achats et ventes à des non-résidents de marchandises ne quittant pas le territoire douanier.

## ENCADRÉ 1

### L'importance de la cohérence avec les comptes nationaux et les statistiques monétaires

La balance des paiements et la position extérieure se doivent d'être cohérentes avec un ensemble d'autres statistiques : statistiques du commerce extérieur, comptes nationaux, statistiques monétaires et financières.

La cohérence entre balance des paiements et comptes nationaux (cf. annexe 1) est particulièrement importante pour l'analyse macroéconomique, par exemple pour comprendre la répartition du financement entre ressources intérieures et extérieures, ou le lien entre le solde épargne-investissement des divers secteurs et le solde des transactions courantes. D'un point de vue pratique, les statistiques de balance des paiements sont utilisées comme source par l'Insee et la direction générale des Statistiques de la Banque de France pour l'établissement du compte du Reste du monde dans les comptes nationaux.

Du point de vue de l'analyse monétaire, la distinction au sein de la balance des paiements entre les institutions financières monétaires et les autres secteurs permet d'établir un lien entre la monnaie, détenue par les seuls agents non financiers résidents, et la balance des paiements<sup>1</sup>. L'évolution de la contrepartie extérieure de la masse monétaire M3, correspondant à la variation des avoirs extérieurs nets des institutions financières monétaires résidentes, a comme contrepartie les opérations des agents non financiers résidents avec l'extérieur. Cette analyse suppose néanmoins une identification correcte des différents secteurs au sein de la balance des paiements, ainsi qu'une maîtrise des écarts entre statistiques monétaires et de balance des paiements, ou internes à la balance des paiements.

<sup>1</sup> Sur la présentation monétaire de la balance des paiements, voir par exemple Bê Duc, Mayerlen et Sola (2008) ou Boutillier, Nivat et Oung (2007).

### Les revenus primaires et secondaires remplacent les revenus et transferts courants

Les revenus primaires sont les flux qui reviennent aux agents économiques pour leur participation au processus de production (« rémunérations des salariés »), pour la fourniture d'actifs financiers (« revenus d'investissement ») ou pour la location de ressources naturelles (« loyers »).

Comme ils influencent directement le processus de production, l'ensemble des impôts et subventions sur les produits et la production sont classés dans les revenus primaires en BPM6, alors qu'ils faisaient partie des « transferts courants » en BPM5, ce qui permet une harmonisation avec les comptes nationaux (cf. encadré 1). C'est en particulier le cas des subventions agricoles européennes (PAC) et des droits de douanes reversés à l'Union européenne.

En dehors de cette reclassification, le compte des revenus primaires bénéficie d'une méthodologie plus précise pour la mesure des revenus d'investissement de portefeuille<sup>7</sup>. En particulier, le BPM6 prescrit l'enregistrement des revenus capitalisés sur les parts de fonds d'investissement, afin de bien distinguer, dans les flux transfrontières, ce qui alimente les revenus de ce qui ressort d'un changement de la position investisseuse ou emprunteuse en titres. Autre amélioration, les intérêts sur droits de tirage spéciaux (DTS)<sup>8</sup> sont comptabilisés et, de manière plus générale, les revenus des avoirs de réserve sont identifiés au sein des revenus d'investissement.

Au sein du compte des revenus secondaires, le BPM6 introduit le concept de « transferts personnels » qui inclut tous les transferts courants en espèces ou en nature entre ménages résidents et non résidents. Cette rubrique comprend notamment les envois de fonds des travailleurs.

<sup>7</sup> Les « investissements de portefeuille » représentent les opérations sur titres (bons du Trésor, actions, obligations...). Lorsqu'il s'agit d'un investissement en actions et que le seuil de 10 % du capital est franchi, cela devient un « investissement direct ». Les opérations financières (autres que sur instruments financiers dérivés) qui ne sont ni investissement direct, ni investissement de portefeuille, se classent en « autres investissements ».

<sup>8</sup> Les DTS constituent des actifs de réserve internationaux, créés en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres.

Tableau I Les principaux changements liés au passage au BPM6

	BPM5	BPM6
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES</b>		
<b>Biens</b>	<b>Marchandises générales</b>	<b>Marchandises générales</b> <i>dont avitaillement</i>
	<b>Avitaillement</b>	
<b>Services</b>	<b>Travail à façon</b>	<b>Négoce</b>
	<b>Autres services</b>	<b>Autres services</b>
	<b>Négoce</b>	<b>Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers</b>
	<b>Services financiers</b>	<b>Services financiers</b> <i>dont marge estimée des intermédiaires sur leur coût de financement (services d'intermédiation financière indirectement mesurés – SIFIM)</i>
	<b>Services d'assurance</b>	<b>Services d'assurance</b> <i>dont services d'assurance de garantie standard</i>
<b>Revenus/Revenus primaires</b>	<b>Rémunérations des salariés</b>	<b>Rémunérations des salariés</b>
	<b>Revenus d'investissement</b> <i>dont marge estimée des intermédiaires sur leur coût de financement (services d'intermédiation financière indirectement mesurés – SIFIM)</i>	<b>Revenus d'investissement hors SIFIM</b> <i>dont revenus des investissements attribuables aux bénéficiaires de contrats d'assurance et de garantie standard</i> <i>dont revenus capitalisés de fonds d'investissement</i>
		<b>Autres revenus primaires</b> <i>dont loyers</i>
<b>Transferts/Revenus secondaires</b>	<b>Transferts courants des administrations publiques</b>	<b>Revenus secondaires des administrations publiques</b>
	<b>Transferts courants des autres secteurs</b>	<b>Revenus secondaires des autres secteurs</b>
	<i>dont primes nettes d'assurance hors assurance-vie</i>	<i>Primes nettes d'assurance hors assurance-vie</i> <i>dont garantie standard</i>
	<i>dont indemnités d'assurance hors assurance-vie</i>	<i>Indemnités d'assurance hors assurance-vie</i> <i>dont garantie standard</i> <i>Autres revenus secondaires des autres secteurs</i>
<b>COMPTE FINANCIER</b>		
	<b>Investissements directs</b>	<b>Investissements directs</b> <i>dont crédits commerciaux intragroupe</i>
	<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>Investissements de portefeuille</b>
	<b>Instrument financiers dérivés</b>	<b>Instrument financiers dérivés</b>
	<b>Autres investissements</b> <i>dont crédits commerciaux intragroupe</i>	<b>Autres investissements</b> <i>dont engagements en DTS</i>
	<b>Avoirs de réserve</b>	<b>Avoirs de réserve</b>

Note : En bleu les nouvelles rubriques du BPM6.

### La présentation des investissements directs vise à clarifier l'interprétation sur le sens des opérations

Au sein du compte financier, le changement le plus significatif concerne les investissements directs. Alors que le BPM5 préconisait de les enregistrer selon

le principe directionnel simple, ils sont désormais présentés soit en créances et engagements bruts, soit selon le principe directionnel étendu. Celui-ci prévoit que, quelle que soit l'organisation des flux de trésorerie au sein d'un groupe, la direction de l'investissement soit déterminée par le lieu de résidence de la tête de groupe (cf. encadré 2).

Le BPM6 recommande par ailleurs la diffusion de statistiques complémentaires d'investissements directs en fonction de l'économie d'accueil ou d'investissement

ultime<sup>9</sup>. Cette information est d'ores et déjà publiée par la Banque de France, en ce qui concerne les investissements étrangers en France uniquement.

## ENCADRÉ 2

### La présentation des investissements directs en BPM6

Le BPM6 modifie le mode de comptabilisation des prêts et emprunts entre sociétés affiliées, classés dans les investissements directs. Sans changer le solde global, la méthode de présentation choisie peut faire varier de manière symétrique le niveau des flux et des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France.

Le principe créances-engagements consiste à additionner l'ensemble des prêts et emprunts au sein d'un groupe international : un prêt d'une filiale à sa maison mère est ainsi considéré comme un investissement de la filiale dans sa tête de groupe.

En revanche, selon le principe directionnel, les prêts entre sociétés appartenant à un même groupe international ne sont pas classés en fonction du sens du prêt, mais d'après la résidence de la tête de groupe. Le pays d'origine du groupe est déterminé à partir de la résidence de l'investisseur ultime du groupe. Appliqué conjointement à cette règle de l'investisseur ultime, il connaît deux variantes :

- le principe directionnel « simple » ne concerne que les relations « mère-fille ». L'idée est qu'un prêt consenti par une filiale à sa maison mère, qui peut être qualifié d'investissement « à rebours », doit en réalité être considéré comme ayant été décidé par la maison mère. Il est donc reclassé en un désinvestissement de la mère dans la fille ;
- le principe directionnel étendu : le même traitement est également appliqué aux relations entre sociétés « sœurs », c'est-à-dire appartenant au même groupe international. En principe directionnel étendu, un prêt consenti par une filiale à une autre société affiliée au même groupe international doit être considéré comme ayant en réalité été accordé par la tête de groupe. Il est donc reclassé comme un désinvestissement de la société mère dans la filiale qui accorde le prêt et comme un nouvel investissement de la tête de groupe dans la filiale qui reçoit le prêt.

Le BPM5 recommandait la présentation des investissements directs selon le principe directionnel simple. Le BPM6 modifie cette convention, en admettant deux méthodes de comptabilisation des investissements directs : soit la présentation en « créances-engagements », soit le principe directionnel étendu.

La Banque de France privilégie le principe directionnel étendu, qui aboutit à ce que les montants de flux et d'encours de prêts transfrontières croisés au sein d'un même groupe se compensent entre eux, faisant donc substantiellement diminuer le volume global des flux et des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France par rapport à la présentation créances-engagements, comme le montre le tableau ci-dessous à la fin 2013. La signification des agrégats d'investissements directs, en flux et en stocks, est ainsi renforcée.

#### Stocks d'investissements directs à fin 2013 en créances-engagements et en principe directionnel étendu

(valeur mixte, en milliards d'euros)

Investissements directs	Français à l'étranger	Étrangers en France	Solde net
Créances-engagements	1 294	847	446
Principe directionnel étendu	988	541	446

Source : Banque de France.

<sup>9</sup> L'investisseur ultime est défini comme l'entité qui est à l'origine de la chaîne de liens financiers constitutive d'un groupe.

Tableau 2 Illustration de la nouvelle convention de signe du compte financier

		+	-
Compte financier	Avoirs	<b>Augmentation des avoirs</b> (par exemple, un investissement direct à l'étranger représente la constitution d'un actif sur l'étranger)	<b>Diminution des avoirs</b> (par exemple, une cession de bons du Trésor américains par un résident constitue une diminution de créance sur les États-Unis)
	Engagements	<b>Augmentation des engagements</b> (par exemple un emprunt auprès de banques étrangères constitue une augmentation des engagements vis-à-vis de l'étranger)	<b>Diminution des engagements</b> (par exemple, l'amortissement d'obligations d'État françaises détenues par des non-résidents est une opération de remboursement se traduisant par une réduction de la dette publique vis-à-vis de l'étranger, donc des engagements)
Net		<b>Accroissement des avoirs nets de la France</b>	<b>Diminution des avoirs nets de la France</b>

■ La contrepartie est une entrée de capitaux.

■ La contrepartie est une sortie de capitaux.

Note : Au sujet de la convention de signe, se reporter au glossaire du Rapport annuel 2013.

## La convention de signe du compte financier est modifiée

La convention de signe du compte de transactions courantes ne change pas ; celle du compte financier, en revanche, est alignée sur celle de la position extérieure. En BPM5, le signe était déterminé par le sens des flux de capitaux : les flux sortants étaient affectés d'un signe négatif, les flux entrants d'un signe positif. En BPM6, s'agissant des opérations sur les avoirs et les engagements, un chiffre positif reflète une augmentation des avoirs ou des engagements, tandis qu'un chiffre négatif représente une diminution des avoirs ou des engagements (cf. tableau 2). Chaque solde du compte financier de la balance des paiements correspond désormais à la différence entre les avoirs et les engagements. Ainsi, avec le BPM6, la logique patrimoniale prévaut : un flux net positif correspond à un accroissement des avoirs de la France sur l'étranger, un flux net négatif à un accroissement de la dette vis-à-vis de l'étranger.

## L'articulation de la balance des paiements avec la position extérieure est facilitée

Articuler les flux et les stocks consiste à répartir la variation de la position extérieure entre les dates  $t$  et  $t + 1$  en trois composantes : les flux retracés dans la balance des paiements, les effets de valorisation des stocks et les ajustements statistiques (par exemple, les résultats des collectes les plus récentes). Cette articulation est

facilitée, en BPM6, par l'harmonisation des ventilations sectorielles utilisées dans la balance des paiements et dans la position extérieure.

De manière complémentaire, cette ventilation sectorielle uniforme s'applique désormais aux revenus d'investissement. L'analyse peut ainsi être étendue aux relations entre les flux financiers, les stocks d'avoirs et d'engagements et les revenus d'investissement.

## 2 | L'impact du BPM6 sur les statistiques extérieures de la France

Le passage au BPM6 conduit à des modifications notables des données françaises de balance des paiements et de position extérieure depuis 1999. Dans cette partie, les aspects les plus représentatifs de l'impact du nouveau manuel ainsi que les révisions sur les données des années récentes (2009-2012)<sup>10</sup> sont présentés.

### Un déficit des transactions courantes moins élevé mais l'essentiel des changements résulte de reclassifications

Les travaux de révision engagés à l'occasion du passage au BPM6 conduisent à une légère réévaluation du solde des transactions courantes, principalement à partir de 2005.

<sup>10</sup> L'année 2013 n'est pas étudiée ici car les corrections opérées reflètent davantage le processus habituel de révision des données que le passage au BPM6. Ces révisions sont détaillées dans les parties 3 et 4 de l'annexe méthodologique du Rapport annuel 2013 de la balance des paiements et de la position extérieure de la France.

Tableau 3 Solde du compte de transactions courantes de la France

(moyennes annuelles 2009-2012, en milliards d'euros)

	Périmètres non harmonisés			Périmètres harmonisés sur le BPM6 <sup>a)</sup>		
	Anciennes séries BPM5	Nouvelles séries BPM6	Écarts	Anciennes séries BPM5	Nouvelles séries BPM6	Écarts
Transactions courantes	- 33	- 22	11	- 33	- 22	11
Biens	- 61	- 51	10	- 52	- 51	1
Services	26	19	- 7	17	19	2
Revenus primaires/revenus	37	49	12	42	49	7
Revenus secondaires/transferts courants	- 34	- 38	- 4	- 39	- 38	1

a) Comparaisons sur les biens et services avec reclassification du négoce international et du « travail à façon » ; comparaisons sur les revenus primaires et secondaires avec reclassification des transferts courants liés aux produits et à la production.

Note : Les séries BPM5 ne sont plus révisées au-delà de la publication du Rapport annuel 2012.

Source : Banque de France.

Entre 2009 et 2012, le solde des transactions courantes est en moyenne révisé de + 11 milliards d'euros par an (cf. tableau 3), soit environ 0,5 % du PIB.

Cette réévaluation provient principalement du solde des biens, dont le déficit se réduit de 10 milliards en moyenne, et de celui des revenus primaires, dont l'excédent augmente en moyenne de 12 milliards entre 2009 et 2012. *A contrario*, l'excédent des services diminue de 7 milliards en BPM6, tandis que le déficit des revenus secondaires se creuse de 4 milliards.

Ces écarts sur les soldes intermédiaires traduisent avant tout des reclassifications entre les différents postes du compte de transactions courantes (cf. tableau 1 et annexe 2). Ainsi, une comparaison entre les échanges de biens en BPM5 et les mêmes données en BPM6 sur un périmètre harmonisé indique que la réduction du déficit hors reclassifications est plutôt de l'ordre de 1 milliard par an.

De la même manière, s'agissant des services, la comparaison sur un périmètre équivalent montre que le solde des échanges de services a été revu à la hausse de 2 milliards. À l'inverse, la révision à la hausse de l'excédent des revenus primaires apparaît moindre hors reclassifications, à + 7 milliards, contre + 12 milliards avec la prise en compte des reclassifications.

En dehors des reclassifications, les échanges de biens sont principalement affectés par la modification du retraitement des données douanières. Pour les services, les révisions à la hausse concernent, outre

les services financiers du fait de l'intégration des « services d'intermédiation financière indirectement mesurés » – SIFIM (cf. annexe 1) –, les transports ainsi que les « autres services aux entreprises ».

S'agissant des revenus primaires, de nouvelles estimations réalisées à partir des données miroir des pays voisins <sup>11</sup> ont conduit à réviser à la hausse les rémunérations que les travailleurs frontaliers résidant en France perçoivent de l'étranger. Les revenus d'investissement sont également revus à la hausse, notamment les revenus des investissements de portefeuille, du fait de la prise en compte, en BPM6, des revenus capitalisés sur les parts de fonds d'investissement ainsi que du changement de mode de calcul des intérêts sur les titres de dette. La révision des stocks d'avoirs et d'engagements (cf. *infra*) a également un impact non négligeable sur les revenus d'investissements de portefeuille.

### Les mesures du compte financier et de la position extérieure bénéficient de nouvelles sources de données

Le passage au BPM6 se traduit par une modification assez limitée de l'ampleur des flux du compte financier, à l'exception des « autres investissements ». Ces derniers sont principalement affectés par la prise en compte des activités sur les titres de dette publique de la chambre de compensation LCH.Clearnet, ce qui conduit à revoir à la hausse les flux d'avoirs et d'engagements français avec le reste du monde.

11 Les données miroir correspondent aux données bilatérales avec la France qui figurent dans les balances des paiements des autres pays du monde. Leur utilisation est pertinente pour le cas des travailleurs frontaliers français, dont les salaires sont déclarés par leur employeur non résident auprès de leur administration fiscale ou de sécurité sociale, ce qui assure aux pays recevant ces travailleurs (principalement la Suisse, l'Allemagne, le Luxembourg et la Belgique) une meilleure connaissance de leur nombre et de leurs rémunérations.

Pour la position extérieure nette, le passage au BPM6 se traduit par une réévaluation de 16 milliards en moyenne entre la fin de l'année 2008 et la fin de l'année 2012, soit environ 0,8 point de pourcentage de PIB.

S'agissant des stocks de titres (investissements de portefeuille), les avoirs sont révisés à la hausse du fait de l'intégration de nouvelles données sur les titres étrangers détenus par les sociétés non financières et les ménages. Par ailleurs, l'identification plus fine des contreparties dans les opérations de LCH.Clearnet et l'intégration de nouvelles données sur les prises en pension de titres publics permettent d'affiner l'estimation de la détention de titres français par les non-résidents (engagements).

Les révisions les plus importantes concernent, comme pour les flux de la balance des paiements, les « autres investissements » c'est-à-dire pour l'essentiel les stocks de prêts et d'emprunts. En cohérence avec la révision des flux, la plus grande partie de la révision à la hausse des avoirs et des engagements vis-à-vis des non-résidents provient de l'intégration des données liées aux activités de compensation de LCH.Clearnet sur les titres de dette publique. Enfin, en moyenne entre la fin 2008 et la fin 2012, la position nette de la Banque de France est révisée de + 87 milliards à + 78 milliards, en raison de la prise en compte des allocations de DTS par le FMI dans les engagements de la Banque de France, qui conduit à revoir à la hausse le stock de ses engagements d'environ 10 milliards <sup>12</sup>.

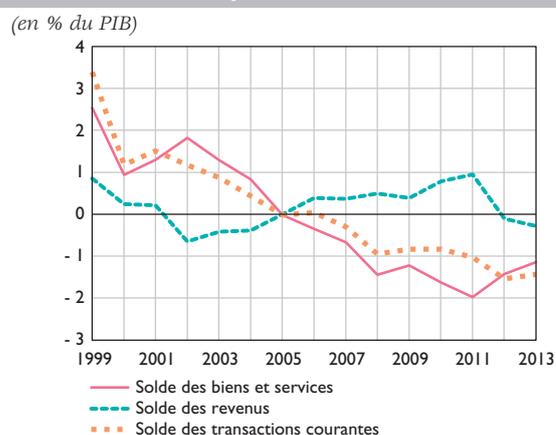
### 3| Balance des paiements et position extérieure : les principales évolutions depuis quinze ans

#### Des évolutions divergentes du solde des biens et services d'une part, des revenus d'autre part

L'examen des nouvelles données de balance des paiements conduit à poser un diagnostic globalement inchangé sur les équilibres extérieurs de la France. Déficitaire depuis le milieu des années 2000, le solde des transactions courantes s'est dégradé presque

<sup>12</sup> En contrepartie, les stocks d'avoirs de réserve sont réévalués du même montant.

Graphique 1 Solde des transactions courantes de la balance des paiements de la France



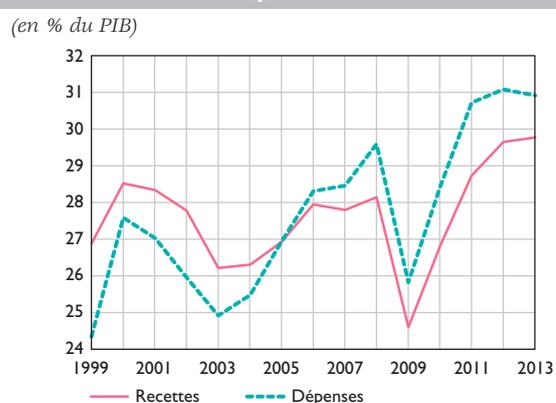
Note : Le solde des revenus correspond à la somme des soldes des revenus primaires et secondaires.

Source : Banque de France.

continûment depuis 1999 (cf. le graphique 1). Il est toutefois intéressant de noter qu'au sein du solde des transactions courantes, une recomposition s'est opérée entre le solde des biens et services d'un côté, et celui des revenus primaires et secondaires de l'autre. En effet, depuis 2012, le solde des biens et services s'est amélioré, tandis que le solde des revenus s'est érodé, en particulier celui des revenus d'investissements sous l'effet de la baisse des rendements des actifs financiers.

L'analyse des flux complète utilement celle des soldes. Le graphique 2 montre ainsi que, depuis 1999, le poids

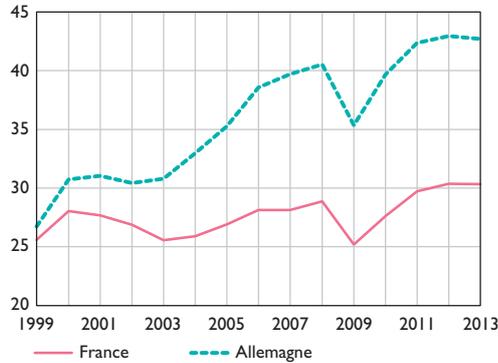
Graphique 2 Biens et services dans la balance des paiements de la France



Source : Banque de France.

**Graphique 3 Degré d'ouverture des biens et services – Comparaison France-Allemagne**

(en % du PIB)



Note : Le degré d'ouverture est défini comme la demi-somme des importations et des exportations exprimées en % du PIB.  
Sources : Banque de France – Bundesbank.

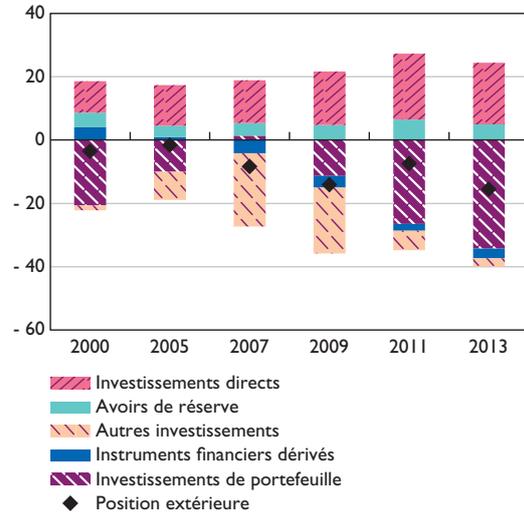
dans le PIB des exportations et des importations de biens et services a nettement progressé en France. En particulier, le choc qu'a constitué la récession de 2009 sur les échanges internationaux est désormais compensé. Il en résulte que le taux d'ouverture de la France a continué de progresser, même s'il reste à un niveau moindre qu'en Allemagne par exemple (cf. graphique 3).

### La dégradation progressive de la position extérieure de la France

L'observation de la position extérieure depuis la mise en place de la zone euro reflète à la fois les évolutions de compétitivité et les modalités d'insertion de la France dans l'économie mondiale. Reflétant le profil

**Graphique 4 Position extérieure de la France en valeur mixte**

(en % du PIB)



Source : Banque de France.

général du compte de transactions courantes <sup>13</sup>, la position extérieure nette s'est globalement détériorée au cours de la période 2005-2013, pour atteindre environ - 15,5 % du PIB à la fin de 2013 (cf. graphique 4). En termes d'instruments financiers, les évolutions sont assez contrastées : la position nette en investissements directs est restée excédentaire et s'est même accrue <sup>14</sup>, conséquence de la stratégie d'internationalisation des entreprises françaises ; pour sa part, la position en investissements de portefeuille s'est nettement détériorée depuis 2007, les investisseurs étrangers répondant aux besoins de financement généraux du pays.

<sup>13</sup> Il est rappelé toutefois que l'évolution des encours d'avoirs et d'engagements ne résulte pas uniquement des flux du compte financier, mais dépend aussi des effets de valorisation liés aux taux de change ou aux cours boursiers, ainsi que d'autres ajustements statistiques.

<sup>14</sup> Pour plus de détails sur les investissements directs, voir Banque de France (2013).

## Bibliographie

### **Banque de France (2013)**

*Rapport annuel de la balance des paiements*, [https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Economie\\_et\\_Statistiques/BDP-rapport-annuel-2013.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/BDP-rapport-annuel-2013.pdf)

### **Bê Duc (L.), Mayerlen (F.) et Sola (P.) (2008)**

« *The monetary presentation of the Euro area balance of payments* », *European Central Bank Occasional Paper* n° 96, septembre.

### **Boutillier (M.), Nivat (D.) et Oung (V.) (2007)**

« L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 168, décembre.

### **Bui Quang (P.) (2014)**

« La détention des actions du CAC 40 par les non résidents », *Bulletin de la Banque de France*, n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre.

### **Nivat (D.) et Terrien (B.) (2013)**

« Les investissements directs étrangers en France de 2005 à 2011 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre.

## Annexe I

### **Le rapprochement entre le manuel de la balance des paiements et le système des comptes nationaux**

Le BPM6 a notamment pour objectif d'accroître la cohérence entre les statistiques de balance des paiements et de position extérieure et celles des comptes nationaux. Le manuel a ainsi été largement harmonisé avec le nouveau Système de comptabilité nationale 2008 (SNA 2008) publié sous l'égide de l'ONU, qui a été mis à jour parallèlement<sup>1</sup>.

L'harmonisation porte en premier lieu sur les concepts et la terminologie. L'introduction d'une nouvelle catégorie de services, les « services d'intermédiation financière indirectement mesurés » (SIFIM), relève ainsi d'une logique de rapprochement avec les comptes nationaux. Les SIFIM représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas directement (ou explicitement) facturée à la clientèle. En effet, les intermédiaires financiers se rémunèrent en prenant une marge de taux d'intérêt sur les dépôts de leurs clients et sur les prêts qu'ils leur accordent. Les intérêts effectifs recouvrent ainsi un élément de revenu (le taux d'intérêt « pur ») et une charge pour le service d'intermédiation financière rendu. En BPM5, les SIFIM n'étaient pas isolés des intérêts et étaient donc enregistrés dans les revenus d'investissement ; en BPM6, au contraire, ils sont enregistrés dans les « services financiers ». En revanche, les intérêts hors marge (hors SIFIM) continuent d'être enregistrés dans les revenus primaires. L'introduction des SIFIM n'a donc pas d'impact sur le solde des transactions courantes.

Le classement de certaines opérations a également été revu pour correspondre à celui de la comptabilité nationale. C'est ainsi que les dividendes exceptionnels (ou superdividendes), qui s'apparentent à un désinvestissement, sont à présent comptabilisés avec les investissements directs et non avec les revenus.

Pour renforcer la cohérence avec les comptes nationaux, la comptabilité en BPM6 se fonde sur le principe des « droits constatés », qui associe le moment d'enregistrement à la date des événements donnant lieu aux flux effectifs de ressources<sup>2</sup>. Par exemple, le montant des primes d'assurance perçues au titre d'une année est désormais calculé au prorata de la période de référence pour la balance des paiements (mois, trimestre...) et non plus au moment de leur règlement.

Enfin, comme dans les comptes nationaux, le traitement de la propriété intellectuelle est modifié. Le BPM6 distingue, d'une part, l'usage de la propriété intellectuelle – l'achat ou la vente de licences d'utilisation, de distribution ou de reproduction – et, d'autre part, l'achat et la vente directe des droits de propriété intellectuelle.

En ce qui concerne les transactions relatives à l'utilisation des droits de propriété intellectuelle, le principe est de les enregistrer dans le nouveau poste « commissions pour usage de la propriété intellectuelle non inclus ailleurs ». Ces trois derniers mots indiquent l'existence d'exceptions : les frais d'acquisition des licences pour l'utilisation de logiciels informatiques et de contenus audiovisuels<sup>3</sup> sont enregistrés respectivement au sein des « services informatiques » et des « services personnels, culturels et relatifs aux loisirs ».

S'agissant de l'acquisition et de la vente des droits de propriété intellectuelle eux-mêmes, la frontière entre actifs (non financiers) produits et non produits se déplace, en homogénéité avec le SEC 2010 : les résultats de la recherche et développement, tels que les brevets, les *copyrights* ou les procédés industriels, sont désormais considérés comme des actifs produits ; ils sont donc enregistrés dans une nouvelle catégorie de services,

<sup>1</sup> L'adaptation de ce manuel de comptabilité nationale au cadre européen, le Système européen des comptes (SEC), a été publiée en 2010 et mise en œuvre en 2014, de manière coordonnée avec le passage au BPM6.

<sup>2</sup> Selon le principe des droits constatés, les flux sont enregistrés au moment de la création, de la transformation, de l'échange, du transfert ou de l'extinction de la valeur économique.

<sup>3</sup> À l'exception des paiements pour l'usage perpétuel de produits standardisés fournis sur support physique (par exemple : CD audio ou DVD) qui sont enregistrés dans les échanges de biens.

les « services de R&D », et non plus dans le compte de capital. En revanche, les actifs de commercialisation (marques et modèles déposés, logos, noms de domaine...) restent des actifs non produits et sont, à ce titre, enregistrés au sein du compte de capital.

Cependant, les redevances versées pour l'usage des produits de la recherche ou des droits de propriété commerciale, tels que les marques déposées, constituent des transactions relatives à l'utilisation des droits de propriété et sont donc enregistrées au sein du poste « commissions pour usage de la propriété intellectuelle n.i.a.».

## Annexe 2

## Comparaisons sur la période 2009-2012 entre les anciennes et les nouvelles séries

**Tableau A-1 Soldes des échanges de biens, comparaisons entre BPM5 et BPM6**  
Moyennes annuelles 2009-2012

(en milliards d'euros)

Anciennes séries BPM5		Nouvelles séries BPM6		Écart BPM6/ BPM5
Biens BPM5 = (1)+ (2)+ (3)	- 60,9	Biens BPM6	- 50,9	10,0
Données douanières + corrections (1)	- 62,0	Marchandises générales	- 63,9	0,5
Avitaillement (2)	- 2,3			
Travail à façon (3)	3,4			
Négoce international (4)	11,9	Négoce international	12,9	1,0
Biens BPM5 périmètre BPM6 = (1)+ (2)+ (4)	- 52,5	Biens BPM6	- 50,9	1,5

Note : Les séries BPM5 ne sont plus révisées au-delà de la publication du Rapport annuel 2012.

Source : Banque de France.

**Tableau A-2 Soldes des échanges de services, comparaisons entre BPM5 et BPM6**  
Moyennes annuelles 2009-2012

(en milliards d'euros)

Anciennes séries BPM5		Nouvelles séries BPM6		Écart BPM6/ BPM5
Services BPM5 = tous services sauf (1)	26,0	Services BPM6	19,2	- 6,7
Travail à façon (1)	3,4	Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	1,8	- 0,3
		Services d'entretien et de réparation n.i.a.	1,4	
Transports	- 1,4	Transports	- 0,1	1,3
Voyages	8,1	Voyages	8,4	0,2
Services de construction	2,3	Bâtiment et travaux publics	0,6	- 1,7
Services d'assurance	0,9	Services d'assurance et de pension	0,4	- 0,5
Services financiers	1,1	Services financiers	2,7	1,6
Redevances et droits de licence	3,1	Commissions pour usage de propriété intellectuelle n.i.a.	3,1	0,0
Services de communication	1,6	Services de télécommunication, informatique et information	0,6	- 0,1
Services d'informatique et information	- 0,8			
Autres services aux entreprises hors négoce international	- 1,3	Autres services aux entreprises	0,4	1,7
Négoce international (2)	11,9			
Services personnels, culturels et récréatifs	0,3	Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	- 0,1	- 0,5
Services des APU	0,2	Biens et services des APU n.i.a.	0,2	0,0
Services BPM5 périmètre BPM6 = services BPM5 + (1) - (2)	17,5	Services BPM6	19,2	1,7

Note : Les comparaisons fines sont effectuées sur des périmètres qui ne sont pas parfaitement équivalents.

Les séries BPM5 ne sont plus révisées au-delà de la publication du Rapport annuel 2012.

n.i.a. : non inclus ailleurs.

Source : Banque de France.

**Tableau A-3 Soldes des revenus primaires, comparaisons entre BPM5 et BPM6**

Moyennes annuelles 2009-2012

(en milliards d'euros)

Anciennes séries BPM5		Nouvelles séries BPM6		Écart BPM6/ BPM5
Revenus BPM5 = (1) + (2)	36,5	Revenus primaires	48,6	12,1
Rémunération des salariés (1)	13,2	Rémunération des salariés	14,0	0,8
Revenus d'investissement (2)	23,3	Revenus d'investissement	26,5	3,2
Revenus d'investissements directs	33,4	Revenus d'investissements directs	35,4	1,9
Revenus d'investissements de portefeuille	- 9,0	Revenus d'investissements de portefeuille	- 6,7	2,2
Revenus des autres investissements (prêts et emprunts)	- 1,1	Revenus des autres investissements (prêts et emprunts)	- 2,6	- 1,0
		Revenus des avoirs de réserve	0,5	
Autres revenus (anciennement dans transferts courants) (3) <sup>a)</sup>	5,3	Autres revenus primaires	8,1	2,8
Revenus primaires BPM5 périmètre BPM6 = (1) + (2) + (3)	41,8	Revenus primaires BPM6	48,6	6,8

a) Estimation à partir des séries BPM5 d'impôts et subventions sur les produits et la production.

Note : Les séries BPM5 ne sont plus révisées au-delà de la publication du Rapport annuel 2012.

Source : Banque de France.



# Quatre instruments de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne

---

**Amadou SY**

*Initiative pour la croissance en Afrique*

*Brookings Institution*

*La présente étude propose quatre outils permettant de renforcer l'intégration financière en Afrique subsaharienne. Le premier outil, les « dispositifs d'engagement politique », peut garantir des progrès réguliers sur la voie d'une communauté économique. Par exemple, des institutions régionales plus fortes permettent de suivre les progrès réalisés sur la voie de l'intégration et d'encourager les autorités à respecter leurs engagements régionaux. Deuxièmement, les bénéfices économiques tirés de l'intégration financière sont renforcés lorsque les pays atteignent certaines « conditions minimales », notamment celles relatives au développement financier et à la gouvernance. Troisièmement, une intégration financière complète repose sur les trois piliers de l'égalité en termes d'accès, de règles et de traitement. Les autorités doivent éliminer les barrières à l'entrée et, lorsque des établissements étrangers pénètrent les marchés domestiques, s'abstenir de toute discrimination à leur encontre. Elles doivent également continuer d'harmoniser les réglementations et constituer des équipes compétentes, notamment en matière de supervision bancaire. Enfin et surtout, la « tuyauterie » de l'intégration financière (l'infrastructure financière) peut permettre de rapides progrès. L'innovation dans les paiements par téléphone mobile peut contribuer à en réduire les coûts, et les régulateurs doivent faire la part des risques et des avantages qui y sont associés.*

Mots clés : Afrique, groupes bancaires, intégration financière, système de paiement

Codes JEL : F36, F38, F65, G21, G28

NB : Une version préliminaire du présent article a été présentée lors du colloque Banque de France/Ferdi intitulé « Réussir l'intégration financière en Afrique » (Paris, 27 mai 2014). L'auteur remercie la Banque de France et la Ferdi pour leur soutien financier. Il tient également à remercier les participants au colloque parisien pour la contribution de leurs débats et de leurs commentaires, ainsi que Christina Golubski et Soumya Chattopadhyay pour leur aide à la rédaction et aux recherches. L'auteur assume l'entière responsabilité de toute erreur ou omission.

## I | Introduction et engagement politique en faveur de l'intégration

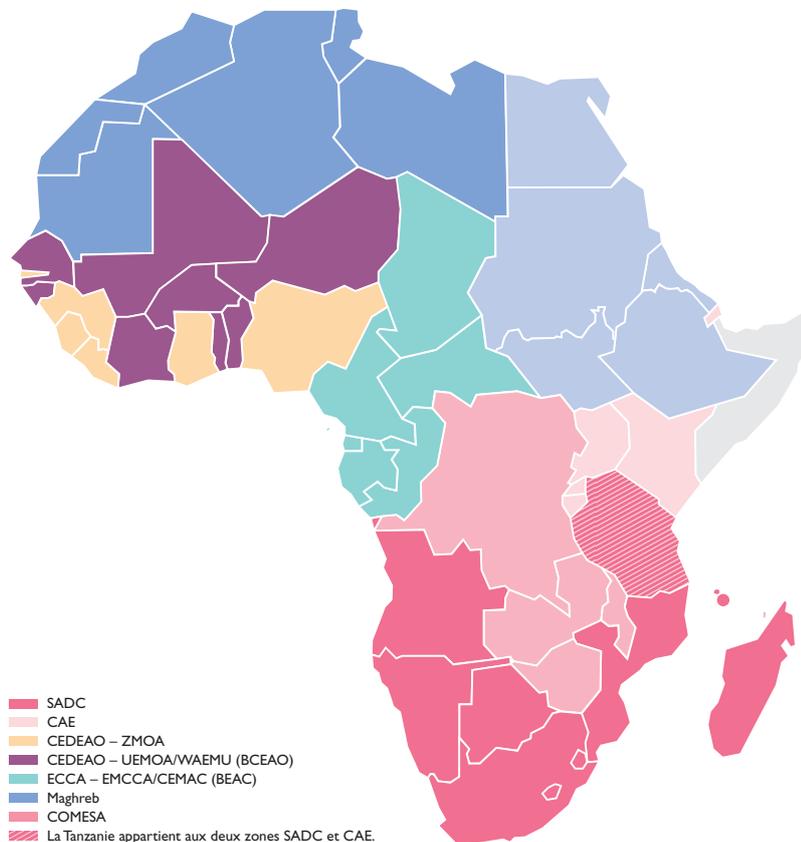
Au cours des dix dernières années, l'activité économique de l'Afrique subsaharienne a progressé de 5 % par an. À ce rythme, la taille de l'économie de la région devrait doubler d'ici 2030. La croissance du PIB devrait atteindre 6 % au moins en 2014, et la région compte sept des dix économies mondiales devant enregistrer l'expansion la plus rapide sur la période 2011-2015.

Ce tableau d'un « essor africain » ne doit pas occulter les problèmes auxquels le continent reste confronté. En effet, la croissance rapide de l'économie n'a pas eu de retombées suffisantes en termes de création d'emplois et de réduction des inégalités. De plus, les taux de croissance moyens du continent masquent des progrès inégaux d'un pays à l'autre.

L'intégration financière peut assurément jouer un rôle important pour parvenir à une croissance durable et inclusive en Afrique subsaharienne. Dans l'espoir de faire bénéficier leur pays d'une intégration régionale, cinquante et un chefs d'État ou de gouvernement ont signé le Traité d'Abuja en 1991. Ce traité, qui est entré en vigueur en 1994, a établi une feuille de route pour la réalisation d'une Communauté économique africaine d'ici 2028. Cette feuille de route devait être mise en œuvre en six étapes, en commençant par la création de blocs régionaux (communautés économiques régionales – CER, cf. graphique 1), suivie du renforcement de l'intégration intra-régionale et de l'harmonisation entre les blocs.

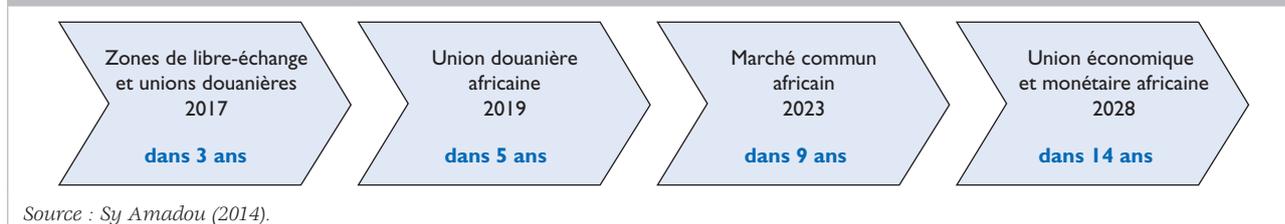
Les quatre étapes restantes prévoient successivement la réalisation de zones de libre-échange et d'unions douanières dans chaque bloc, la création d'une union douanière au niveau continental, l'établissement d'un marché commun africain et, en dernier lieu,

Graphique 1 Communautés économiques régionales  
Régions africaines



Source : Sy Amadou (2014).

Graphique 2 Échéancier global pour la réalisation d'une Communauté économique africaine en 2028



l'instauration d'une union économique et monétaire africaine et d'un parlement africain (le graphique 2 présente les étapes restantes).

La première étape a bien été réalisée, mais la deuxième, qui devait être finalisée en 2007, n'est pas entièrement achevée, les progrès effectués par les blocs régionaux et au sein des pays ayant été inégaux (cf. Sy, 2014).

Outre l'intégration prévue des blocs régionaux, l'Union africaine a lancé un certain nombre de programmes et d'initiatives d'intégration, avec, notamment, la mise en place de la Banque centrale africaine, du Fonds monétaire africain et de la Banque africaine d'investissement.

Un affaiblissement de la volonté politique de renforcer l'intégration financière pourrait ralentir le processus de réalisation de la Communauté économique africaine. Les autorités peuvent cependant être incitées à favoriser l'intégration par des institutions communes fortes. En effet, l'intégration régionale, en particulier l'intégration monétaire, nécessite des institutions indépendantes disposant d'une expertise appropriée. De plus, les institutions communes doivent avoir la capacité de suivre et d'évaluer en temps utile le processus d'intégration et d'imposer des sanctions aux pays qui ne respectent pas leurs obligations régionales. Le degré d'intégration financière devra être mesuré et des efforts sont nécessaires pour collecter des données de qualité<sup>1</sup>. L'intégration régionale implique souvent des arbitrages entre des coûts à court terme, comme la perte de recettes douanières, et des bénéfices à long terme, comme l'accès à des marchés plus importants, ce qui entraîne fréquemment des retards dans la réalisation de l'intégration. Un mécanisme de compensation peut inciter les gouvernements à rester engagés dans le processus d'intégration.

Les « dispositifs d'engagement politique » comprennent donc des institutions communes fortes, en mesure

d'assurer le suivi du processus d'intégration et de proposer des actions correctrices lorsqu'il s'écarte de sa trajectoire. Ils incluent un mécanisme de financement durable pour les institutions communes telles que les secrétariats et les commissions des CER. La mesure du degré de réalisation de l'intégration financière est une condition préalable de la surveillance. Parmi ces dispositifs figurent également des projets d'investissement régionaux dans les infrastructures et dans d'autres secteurs qui nécessitent des financements. Les progrès actuels sur la voie d'une Union bancaire européenne soulignent l'importance des institutions et des mécanismes visant à renforcer la stabilité financière dans une union monétaire.

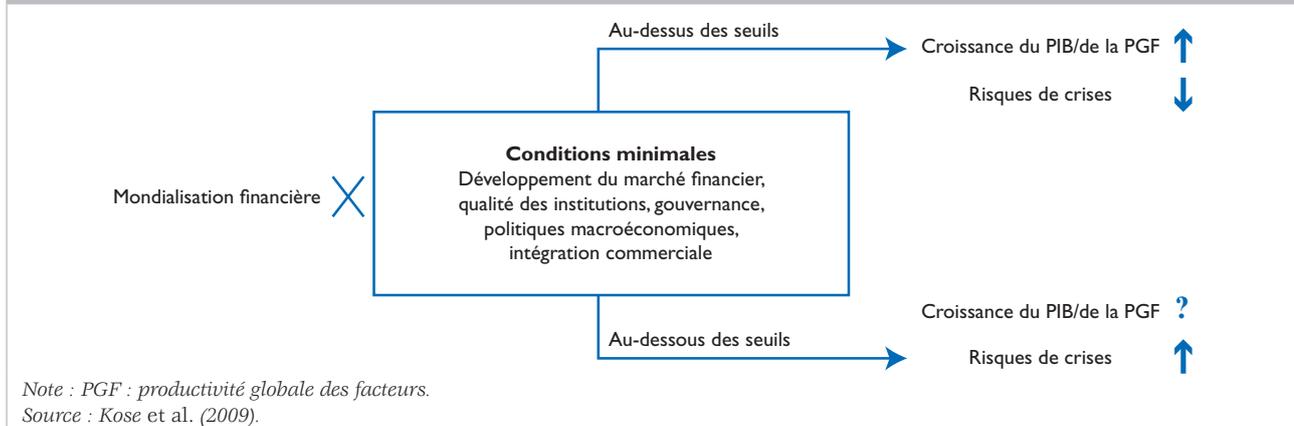
La suite du présent article étudie trois outils supplémentaires de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne. La section 2 examine les « conditions minimales » pour que l'intégration financière apporte des avantages économiques. La section 3 évalue les différents aspects et l'importance des trois piliers de l'intégration, à savoir la similitude en termes d'accès, de règles et de traitement en vue de favoriser l'intégration. Enfin, la dernière section examine en quoi les infrastructures financières (la « tuyauterie ») sont essentielles à la réduction des coûts de transaction des échanges commerciaux et de la finance, facilitant par là-même le processus d'intégration.

## 2| Conditions minimales pour l'intégration financière

La littérature traitant de l'intégration financière internationale fait état d'un ensemble de politiques permettant aux pays de tirer profit de l'ouverture financière et de réduire la vulnérabilité aux crises. Elles doivent avoir pour objectif la réalisation d'un certain nombre de conditions préalables, considérées

<sup>1</sup> Comme indiqué dans le Rapport annuel sur la stabilité et l'intégration financière européenne, Commission européenne (2013).

Graphique 3 Conditions minimales pour l'intégration financière



comme les plus importantes d'après Kose, Prasad et Taylor (2011). Il s'agit notamment des éléments suivants :

- un secteur financier profond et faisant l'objet d'une supervision appropriée, en mesure d'orienter efficacement les financements étrangers vers des investissements productifs. Il peut aussi contribuer à mieux gérer la volatilité des flux de capitaux <sup>2</sup> ;
- la qualité de la gouvernance dans les secteurs privé et public, le cadre juridique, le niveau de corruption et le degré de transparence du gouvernement, qui peuvent avoir une incidence sur l'allocation des ressources dans l'économie ;
- l'ouverture des échanges commerciaux, qui réduit la probabilité de crises associées à l'ouverture financière

et limite les coûts des crises, si cependant elles se produisent ;

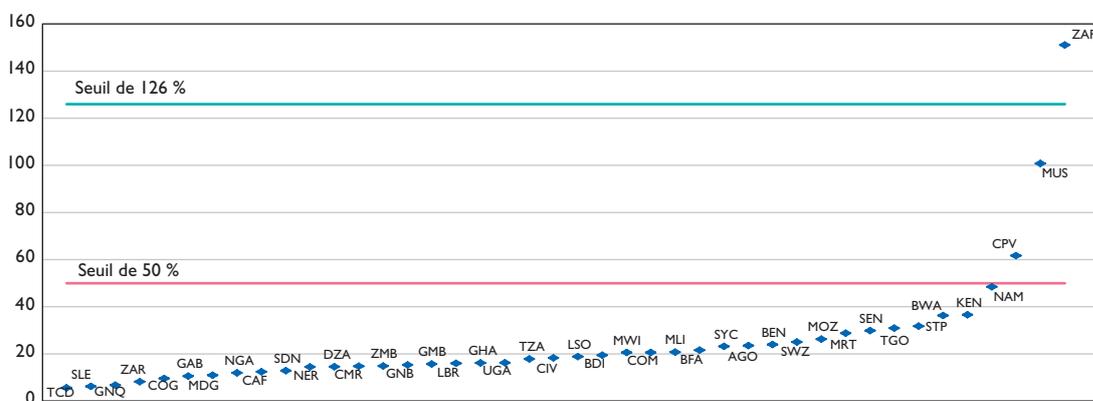
- la libéralisation du compte de capital, dont la réussite est mieux assurée si elle est soutenue par de bonnes politiques en matière budgétaire, monétaire et de change.

## 2 | I Évolutions financières

Comme le font remarquer Kose, Prasad et Taylor (2011), les pays qui remplissent un nombre minimum de conditions parviennent à un meilleur équilibre entre les avantages et les risques associés à la mondialisation financière. En particulier, la profondeur du système financier, la qualité de la supervision du secteur

Graphique 4 Crédit intérieur au secteur privé : Afrique subsaharienne

(en % du PIB)



Source : Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.

2 Cf. l'annexe I pour les conditions préalables à un contrôle bancaire efficace recommandées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

financier et la capacité institutionnelle semblent être les facteurs les plus importants.

Les auteurs mettent en évidence une relation en forme de U inversé entre les ratios de crédit rapporté au PIB et les avantages de l'ouverture financière. En particulier, lorsqu'ils sont supérieurs à 50 % et inférieurs à 126 %, ces ratios sont associés à des avantages marginaux positifs en cas d'accroissement de l'ouverture financière <sup>3</sup>.

## 2|2 Gouvernance

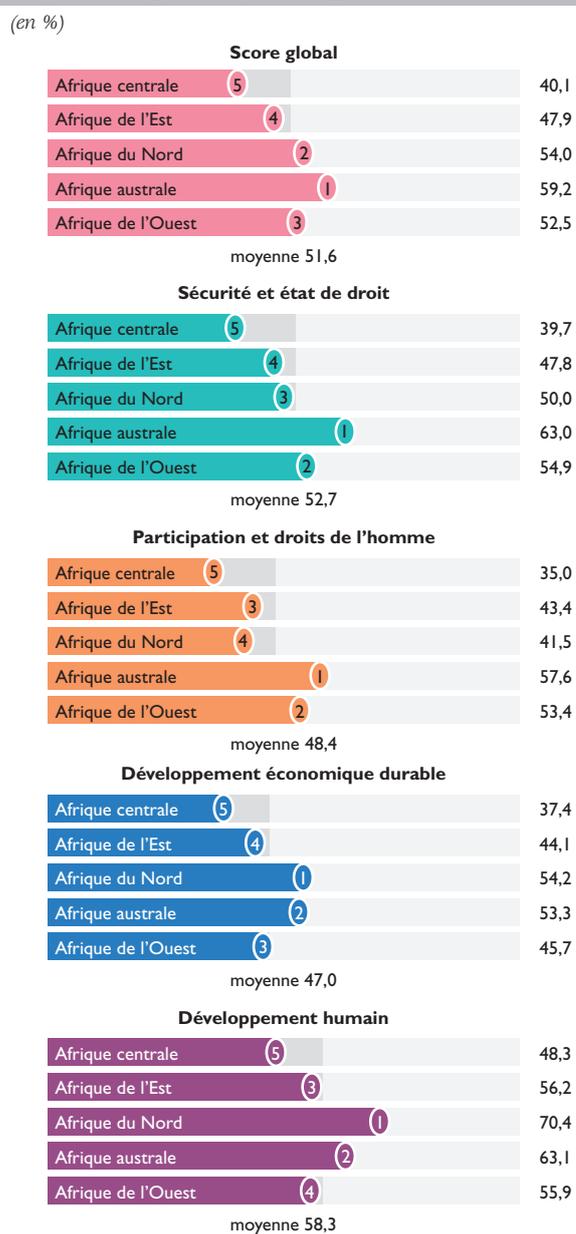
Les pays africains se situent à des niveaux d'avancement différents quant à ces conditions préalables. Dans la plupart des pays, les crédits rapportés au PIB sont inférieurs au seuil de 50 % et trois pays seulement (Cap-Vert, Maurice et Afrique du Sud) ont une plus grande profondeur financière (cf. graphique 4). Des pays comme le Botswana, le Kenya et la Namibie rattrapent leur retard.

Il existe également dans toutes les régions une marge d'amélioration importante des indicateurs de gouvernance. L'indice Ibrahim de la gouvernance africaine (cf. graphique 5) mesure les progrès réalisés par les pays pour garantir la sécurité et l'état de droit, encourager la participation et défendre les droits de l'homme <sup>4</sup>. Il évalue également les opportunités de développement économique durable et de développement humain. Bien que des progrès aient été réalisés au fil du temps, les indicateurs de gouvernance montrent que des améliorations importantes pourraient encore être apportées.

## 2|3 Les politiques macroéconomiques

Les politiques macroéconomiques se sont améliorées en Afrique, mais les performances demeurent inégales selon les régions. Les taux d'inflation moyens sur dix ans sont inférieurs à 10 % dans la plupart des Communautés économiques régionales (cf. graphique 6) <sup>5</sup>. Toutefois, les ratios moyens des recettes publiques rapportées au PIB demeurent faibles (cf. graphique 7).

**Graphique 5 Indice Ibrahim de la gouvernance africaine**  
Moyennes régionales par catégories : 2012



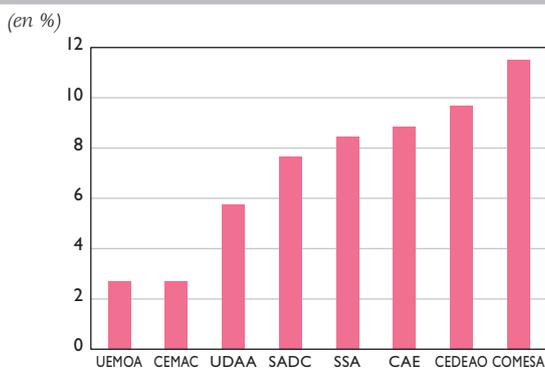
Source : Ibrahim index of African governance, Summary Report (2012), [www.moibrahimfoundation.org](http://www.moibrahimfoundation.org)

<sup>3</sup> Les seuils sont plus faibles pour les IDE (investissements directs étrangers) et les investissements de portefeuille en actions que pour les engagements sur titres de créance.

<sup>4</sup> Cf. <http://www.moibrahimfoundation.org/iiaag/>

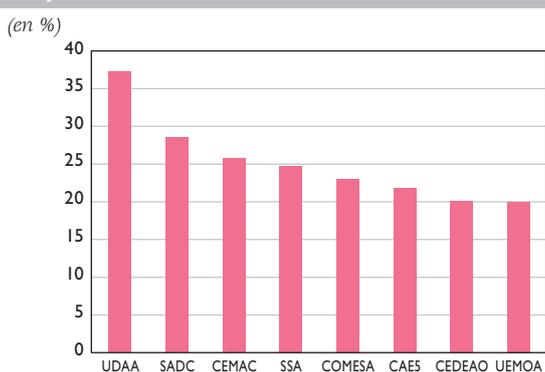
<sup>5</sup> Le faible taux d'inflation dans l'UEMOA et la CEMAC peut être attribué en partie à leurs régimes de taux de change fixe.

Graphique 6 Inflation moyenne 2004-2013



Source : FMI, <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>

Graphique 7 Recettes publiques en part du PIB 2000-2012



Source : FMI, <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>

## 2|4 Les échanges commerciaux

Les échanges commerciaux intra-régionaux ont augmenté mais demeurent faibles et les obstacles non tarifaires sont importants. Même si l'Union européenne et, plus récemment, la Chine et d'autres marchés émergents demeurent les principaux partenaires commerciaux du continent, les échanges commerciaux intra-africains se développent rapidement, notamment avec le Nigeria et l'Afrique du Sud. Ces échanges ont été multipliés par plus de cinq, passant de 27,9 milliards de dollars en 1995 à 148,9 milliards en 2012. La part du commerce intra-africain dans le commerce total en Afrique était cependant la plus faible du monde en 2012, avec 12 %,

contre 25 % pour les échanges régionaux de l'ASEAN et 17 % pour ceux du MERCOSUR. Les efforts visant à supprimer les obstacles tarifaires et non tarifaires, qui demeurent importants, et à mettre en œuvre la feuille de route pour la réalisation de zones de libre-échange et d'unions douanières devront être renforcés. Par exemple, dans sa phase initiale, l'initiative des États-Unis en partenariat avec la Communauté d'Afrique de l'Est (CAE), Trade Africa, a pour objectif de multiplier par deux les échanges commerciaux au sein de la CAE, de réduire de 15 % le temps moyen nécessaire à l'importation ou à l'exportation d'un container des ports de Mombasa ou de Dar-es-Salaam vers le Burundi ou le Rwanda, pays qui sont enclavés, et de diminuer de 30 % le temps moyen nécessaire à un camion pour le passage de certaines frontières.

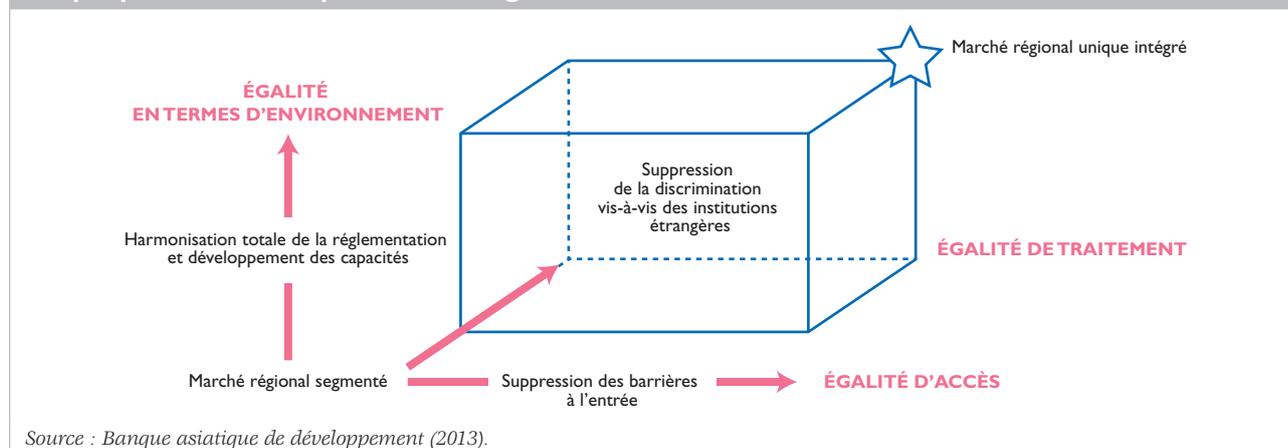
## 3| Les trois piliers de l'intégration

### 3|1 Les trois dimensions du marché unique : égalité en termes d'accès, de règles et de traitement

Les politiques ayant pour objectif de parvenir à une similitude en termes d'accès, de règles et de traitement renforcent l'intégration financière (cf. graphique 8). Plus précisément, les instruments et les services financiers peuvent être considérés comme pleinement intégrés si tous les intervenants de marché potentiels ayant les mêmes caractéristiques pertinentes (i) jouissent du même accès à la gamme des instruments et des services financiers mentionnés ci-avant (égalité d'accès) ; (ii) sont soumis à un ensemble de règles unique lorsqu'ils décident d'utiliser ces instruments et ces services financiers (égalité en termes de règles) ; et (iii) sont traités de façon égale lorsqu'ils sont actifs sur le marché (égalité de traitement) (cf. Baele, Ferrando, Hördahl, Krylova et Monnet, 2004).

Les communautés économiques régionales africaines se situent à des niveaux d'intégration différents. À l'un des extrêmes, on trouve les pays du Maghreb, qui sont en retard dans le processus d'intégration pour des raisons politiques. À l'autre extrême, les pays de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) ont atteint un degré d'intégration financière relativement élevé.

Graphique 8 Les trois piliers de l'intégration



### 3|2 Les institutions communes au sein de l'UEMOA <sup>6</sup>

La structure du secteur financier et les dispositifs institutionnels communs montrent que l'intégration financière est bien avancée dans l'Union économique et monétaire ouest-africaine (cf. Sy, 2006). Outre une monnaie commune (le franc CFA), l'UEMOA peut se targuer de disposer d'un cadre juridique et réglementaire commun, d'un régime d'agrément unique, de régulateurs et de superviseurs communs et d'une infrastructure financière commune. Un certain nombre d'initiatives ont été prises au fil du temps pour promouvoir l'intégration financière régionale au sein de l'UEMOA.

- Depuis 1962, le traité sur l'Union économique et monétaire ouest-africaine a jeté les bases d'une union monétaire avec une monnaie unique et une banque centrale régionale (la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest – BCEAO) responsable de la conduite de la politique monétaire. Il n'existe pas de contrôle des capitaux au sein de l'UEMOA.
- Une commission bancaire unique (la Commission bancaire de l'UMOA) a été créée en 1990 afin de renforcer la supervision bancaire régionale. La Commission est gérée par un secrétaire général et dirigée par un président, qui est également gouverneur de la BCEAO. Depuis 2004, un agrément bancaire unique est suffisant pour démarrer des opérations bancaires

dans l'UEMOA. La décision d'accorder ou de retirer un agrément bancaire implique à la fois la Commission bancaire et le ministre des Finances du pays concerné.

- À l'exception des assurances, les services bancaires et les autres services financiers ne font l'objet d'aucune restriction transfrontalière. L'agrément est accordé sur une base non discriminatoire. Toutefois, pour des raisons « prudentielles », les pays auront la possibilité de prendre certaines mesures, comme par exemple d'exiger un agrément du ministre responsable des finances ou la banque centrale, et/ou toutes autres mesures ayant ou pouvant avoir une incidence prudentielle.
- Les contrats d'assurance pour les résidents ou pour les biens situés dans un pays donné membre de l'UEMOA ne peuvent être conclus qu'avec des entités qui ont reçu un agrément à cet effet dans ce pays. Le ministre en charge des assurances accorde l'agrément après consultation de la Commission de contrôle des assurances.
- La loi PARMEC (Projet d'appui à la réglementation sur les mutuelles d'épargne et de crédit) de 1995 portant sur les caisses d'épargne et les établissements de crédit a posé les fondements d'un cadre réglementaire pour les établissements financiers coopératifs dans la région. En 1994, la BCEAO a mis en place un système de surveillance de la microfinance (Monographie des systèmes financiers décentralisés – SFD).

<sup>6</sup> La CEMAC, en Afrique centrale, a une configuration similaire et est également parvenue à un niveau élevé d'intégration institutionnelle.

- Le marché des capitaux régional recouvre un marché interbancaire commun et un marché unique (la Bourse régionale des valeurs mobilières – BRVM) pour les négociations des obligations et des actions et pour la gestion des OPCVM (SICAV), supervisé par une commission régionale des valeurs mobilières (le Conseil régional de l'épargne publique et de marchés financiers – CREPMF). De plus, les fonds de pension sont supervisés depuis 1996 par un organisme régional, la Conférence interafricaine de la prévoyance sociale – CIPRES.
- En vertu du traité conclu en 1992 entre les pays africains de la Zone franc, les sociétés d'assurance sont supervisées par une autorité régionale unique, la Commission régionale de contrôle des assurances (CRCA) instituant la Conférence interafricaine du marché des assurances (CIMA). Il existe une compagnie de réassurance régionale (CICA-RE).
- Un cadre juridique régional pour les échanges commerciaux, l'Organisation pour l'harmonisation du droit des affaires en Afrique (OHADA), est en place depuis 1996.
- Les normes comptables pour les institutions financières ont été modernisées afin de les rendre conformes aux normes internationales. De même, les normes comptables pour les sociétés ont été harmonisées dans le cadre du Système comptable ouest-africain (SYSCOA). De plus, une centrale des bilans est gérée à la BCEAO et inclut des informations relatives aux bilans pour un certain nombre d'entreprises emprunteuses.
- Une réforme du système de paiement a permis la création d'un système de règlement brut en temps réel (RTGS) et d'une chambre de compensation automatisée régionale (CCA). Une base de données centralisée recensant les chèques impayés (la Centrale des incidents de paiement) est également gérée par la BCEAO.
- Les marchés des titres publics sont intégrés et les achats transfrontaliers de bons du Trésor et d'obligations ont progressé très rapidement (Sy, 2010).

### 3 | 3 Les groupes bancaires panafricains

L'intégration financière s'est accrue par le biais de l'expansion géographique de groupes bancaires

panafricains à travers le continent (cf. Lukonga, 2010). En particulier, les banques sud-africaines ont développé leurs opérations transfrontalières à partir de 1995. Cette première vague a été suivie par l'expansion rapide des banques nigérianes et marocaines et d'autres banques ayant leur siège social au Mali et au Togo. Cette tendance se poursuit avec l'entrée récente de la Standard Bank en Côte d'Ivoire dans le cadre d'un plan plus vaste visant à développer ses offres de service dans le reste de l'Afrique francophone. La croissance attendue des investissements directs étrangers dans les ressources minérales et la croissance économique sont le principal moteur de cette expansion.

Le développement rapide de banques panafricaines présente à la fois des avantages et des inconvénients. Les crises financières récentes soulignent l'importance d'une réglementation et d'une supervision adaptées des institutions financières d'importance systémique (SIFI). Même si les groupes bancaires panafricains ne sont pas suffisamment importants pour entrer dans la catégorie des SIFI mondiales, les cadres réglementaires et prudentiels existant actuellement dans de nombreux pays doivent prendre en compte les risques que ces groupes entraînent, notamment le risque d'aléa moral. La réglementation transfrontière demeure fragmentée et le cadre prudentiel doit s'adapter à la rapidité des évolutions. La supervision n'est pas effectuée sur une base consolidée, sauf dans quelques pays tels que l'Afrique du Sud. Il est nécessaire de mettre en place davantage de collègues de superviseurs pour une supervision plus intrusive, une gestion des crises et une coopération en matière de résolution des défaillances bancaires.

### 3 | 4 Marchés de titres régionaux

Les Bourses régionales présentent des avantages pour les pays, mais ce sont les marchés domestiques qui prédominent, en partie pour des raisons de « nationalisme ». D'après le tableau de bord de la CAE, en 2012, neuf des quarante-trois pays affichant un PIB inférieur à 5 milliards de dollars disposaient de leur propre marché boursier. Comme on peut s'y attendre, ces marchés sont de petite taille et comportent un nombre limité d'émetteurs ainsi qu'une base d'investisseurs peu profonde. En revanche, six pays participaient à des Bourses régionales, espérant tirer profit d'une plus grande échelle et d'un meilleur accès aux marchés de capitaux.

En dépit des efforts en cours en vue d'harmoniser les lois et les plates-formes de négociation, le contrôle des mouvements de capitaux limite la participation aux marchés régionaux. Depuis 2013, dans la CAE, les dépositaires centraux sont interconnectés et quelques entreprises sont cotées sur plusieurs bourses. La Bourse régionale de matières premières (East African Exchange – EAX), située au Rwanda, a pour activité la négociation de produits de la région <sup>7</sup>. Cependant,

le contrôle des mouvements de capitaux empêche les investisseurs du Burundi et de Tanzanie d'accéder aux marchés de la CAE, et le cadre réglementaire tanzanien limite l'accès au marché boursier du pays pour les investisseurs de la CAE. La suppression de ces contrôles permettrait aux investisseurs et aux entreprises du Burundi d'accéder aux autres bourses de la CAE, dont la capitalisation boursière s'élève à 35,5 milliards de dollars et qui comptent 101 entreprises cotées.

Graphique 9 Distribution géographique de l'activité des groupes bancaires panafricains

a) Attijariwafa bank <sup>1)</sup>



b) Ecobank <sup>2)</sup>



c) United bank of Africa <sup>3)</sup>



d) Standard bank Group/Stanbic <sup>4)</sup>



e) Bank of Africa <sup>5)</sup>



f) Commercial bank <sup>6)</sup>



1) Burkina Faso, Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée-Bissau, Mali, Mauritanie, Sénégal et Tunisie.

2) Angola, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, Cap-Vert, République centrafricaine, Tchad, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Guinée équatoriale, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Liberia, Malawi, Mali, Niger, Nigeria, République du Congo, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Togo, Ouganda, Zambie, Zimbabwe.

3) Burkina Faso, Cameroun, Tchad, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Gabon, Ghana, Guinée, Kenya, Liberia, Mozambique, Nigeria, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Ouganda et Zambie.

4) Angola, Botswana, République démocratique du Congo, Ghana, Kenya, Lesotho, Malawi, Maurice, Mozambique, Namibie, Nigeria, Afrique du Sud, Swaziland, Tanzanie, Ouganda, Zambie et Zimbabwe.

5) Bénin, Burkina Faso, Burundi, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Mali, Niger, Kenya, Madagascar, Sénégal, Tanzanie et Ouganda.

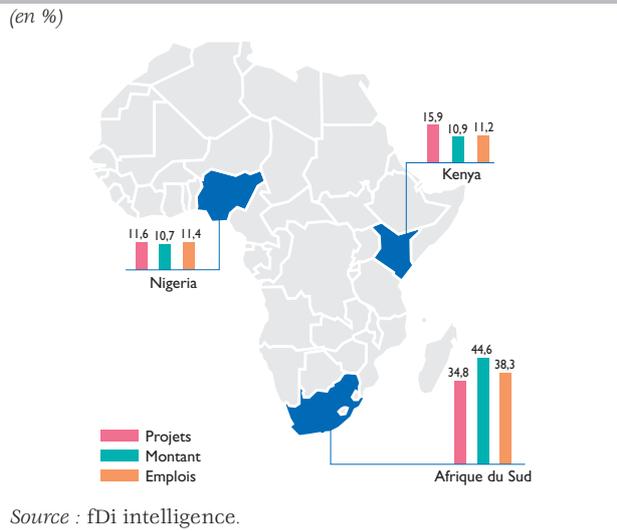
6) Cameroun, République centrafricaine, Tchad, Guinée équatoriale, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe et Tanzanie.

Sources : FMI, Perspectives économiques régionales, avril 2011 ; site internet de la Attijariwafa Bank.

7 Cf. <http://www.ea-africaexchange.com/about-us.html>. La Bourse de marchandises d'Éthiopie (ECX) et le marché de produits dérivés agricoles (JSE) sont deux autres marchés davantage tournés vers l'activité domestique.

Les investisseurs institutionnels africains pourraient jouer un rôle important dans l'intégration des marchés de titres grâce aux investissements transfrontières. Toutefois, les pays africains se situent à différents stades de développement du point de vue des régimes de retraite et des assurances. Dans certains pays, la réforme du régime de retraite est en cours et dans d'autres, le redressement du secteur de l'assurance-vie n'a pas encore eu lieu. Les actifs alloués par de nombreux fonds de pension se limitent aux actifs immobiliers et aux titres émis par les administrations publiques domestiques, souvent en raison de la réglementation et du manque d'actifs de placement. La récente décision du fonds de pension public sud-africain (*Public Investment Corporation – PIC*), d'une valeur de 150 milliards de dollars, de commencer à investir dans la région est un bon début. Les exigences de cotation relatives aux fonds négociés en Bourse (EFT) et aux certificats représentatifs d'actions sur les marchés boursiers africains sont également prometteuses.

**Graphique 10 Principaux investisseurs intra-régionaux en Afrique**  
Part des projets d'IDE issus d'Afrique en tant que région source



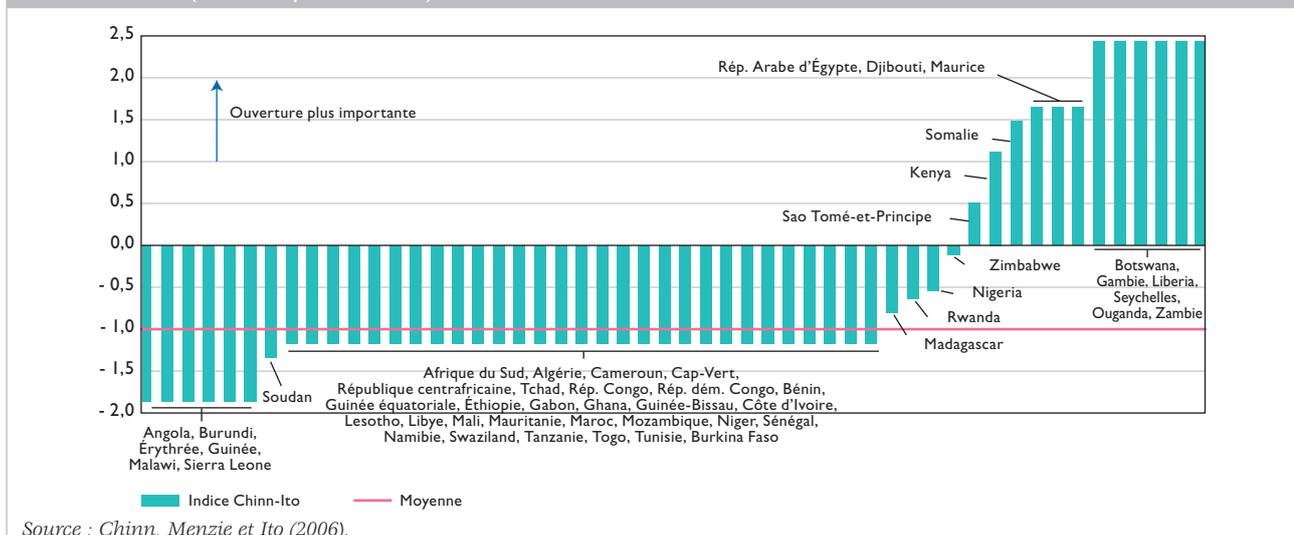
### 3 | 5 Investissement

L'investissement intra-africain dans de nouveaux projets d'investissement direct étranger se développe rapidement. Avec un taux de croissance annuel de 32,5 % depuis 2007, les investissements des pays africains dans la région progressent à un rythme quatre fois plus élevé que les investissements directs étrangers (IDE) en provenance des marchés développés (EY, 2014).

### 3 | 6 Ouverture financière

Il existe toutefois une marge de manœuvre pour réduire les obstacles à la libre circulation des capitaux. L'indice Chinn-Ito, qui est couramment utilisé pour mesurer le degré d'ouverture des opérations financières transfrontières, montre que la plupart des pays africains demeurent relativement fermés. Sur les cinquante-deux pays africains de

**Graphique 11 Indice Chinn-Ito mesurant l'ouverture du compte de capital pour les pays africains**  
Données 2011 (année la plus récente)



l'échantillon, seuls douze ont affiché un indice positif à compter de 2011 (environ 23 %) et seize (environ 30 %) un indice supérieur à la valeur moyenne (les valeurs de l'indice sont comprises entre - 2,0 et + 2,5) (cf. graphique 11). Ces chiffres indiquent la grande marge de manœuvre dont dispose la région pour réduire les obstacles à la libre circulation des capitaux. Bien évidemment, le rythme et l'ampleur de la libéralisation des mouvements de capitaux devront permettre d'équilibrer les coûts et des bénéfices, ainsi que les effets de seuil évoqués précédemment. Les évolutions actuellement observées dans la CAE sont une bonne illustration des défis liés à l'ouverture des flux de capitaux à l'échelle régionale.

### 3|7 Tableau de bord du Marché commun de la Communauté d'Afrique de l'Est

L'article 24 du protocole portant création du Marché commun de la CAE requiert la suppression des restrictions à la libre circulation des capitaux, notamment celles ayant trait à la nationalité, au lieu de résidence, aux paiements courants et aux lieux où les capitaux sont investis. Le tableau de bord 2013 du Marché commun de la CAE (Banque mondiale, 2014) mesure le degré de conformité juridique des États participants aux obligations en matière de libéralisation des mouvements transfrontières de capitaux<sup>8</sup>. Il examine également les obstacles à la libre circulation des services et des biens. Les opérations concernées recouvrent les opérations sur titres et de crédit, ainsi que les investissements directs et les transferts de capitaux personnels. Les services financiers, tels que les services juridiques et comptables, ainsi que les services de télécommunication sont également pris en considération.

Le tableau de bord 2014 indique que les obstacles à la libre circulation des capitaux et des services entre les États partenaires ont trait notamment aux différentes lois et réglementations, à la participation à plusieurs CER et au contrôle des mouvements de capitaux. Il souligne que les progrès accomplis vers l'élimination des restrictions ont été lents. Certains États partenaires ont introduit de nouvelles mesures en dépit des obligations que leur impose le protocole sur le marché commun de la CAE.

Dans le cadre des recommandations relatives à l'élimination des barrières à l'entrée, il est nécessaire notamment que :

- le secrétariat et les États partenaires de la CAE créent un système transparent et crédible pour le suivi de la libre circulation des capitaux au sein de la Communauté, en appliquant le mécanisme de notification existant ;
- les États partenaires imposent des restrictions aux mouvements de capitaux de façon temporaire uniquement ;
- la CAE revienne sur les lois, les réglementations et les codes qui freinent l'investissement ;
- les pays et les partenaires renforcent leurs capacités, notamment par le développement des intermédiaires de marché, une plus forte coordination des marchés de titres et davantage d'investissement dans la sensibilisation du public.

Il est intéressant de noter que, d'après le tableau de bord de la CAE, les barrières à l'entrée ne sont pas les seules restrictions. Plusieurs formes de discrimination persistent même après l'entrée sur le marché, telles que les différentes commissions appliquées aux transactions et aux services publics, les plafonnements de la valeur des transactions, les limites sur le type et la longueur des projets pour les prestataires de services et les majorations d'impôts pour les sociétés étrangères.

## 4| Échanges commerciaux, finance et « tuyauterie »

Un système financier assure au moins trois fonctions : (i) le financement ; (ii) la sélection et le suivi ; et (iii) le paiement et le règlement, aussi qualifiée de « tuyauterie ». La dernière fonction, souvent négligée dans les hautes sphères politiques, est essentielle pour promouvoir l'intégration financière. Le bon fonctionnement et l'efficacité en matière de coût des systèmes de paiement et de règlement contribuent au soutien des échanges commerciaux et financiers intra-régionaux, ainsi que des transferts de fonds des migrants. Des solutions doivent être trouvées

8 <https://www.wbginvestmentclimate.org/publications/eac-market-scorecard-2014.cfm>

pour réduire les coûts de transaction résultant de la compensation et du règlement en devise étrangère, du risque de change et des transferts de fonds des migrants.

### 4 | I Compensation et règlement en devise étrangère

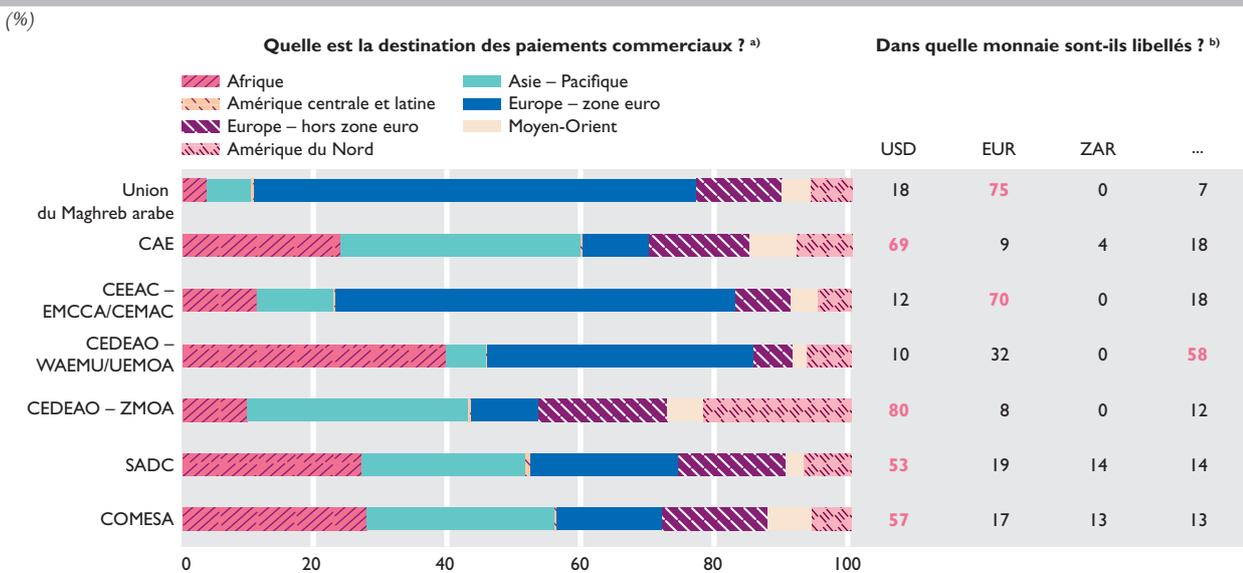
La compensation et le règlement d'échanges commerciaux et d'investissements effectués en devise étrangère à l'extérieur de l'Afrique font naître des coûts de transaction. Par exemple, les chiffres de SWIFT (cf. graphique 12) indiquent que 50 % environ des règlements d'importations et d'exportations intra-africaines font intervenir une banque non résidente d'Afrique<sup>9</sup>. En particulier, les banques de compensation en dollars américains deviennent de plus en plus importantes avec le développement des échanges commerciaux et des investissements à l'intérieur de l'Afrique (23 % environ du total des échanges selon les données de SWIFT<sup>10</sup>) et avec la Chine et d'autres marchés émergents. Les règles de connaissance du client (*Know-your-customer* – KYC), la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme augmentent également les coûts de transaction. L'intégration financière peut

contribuer à réduire ces coûts et les chiffres de SWIFT montrent que les échanges commerciaux intra-régionaux sont plus élevés au sein de l'UEMOA que dans d'autres CER, reflétant l'utilisation d'une monnaie unique et d'une infrastructure financière régionale (RTGS et CCA).

### 4 | 2 Risque de change

Il est également nécessaire de diminuer les coûts de transaction qui découlent de la multiplicité des devises de la région (trente au minimum). En outre, la volatilité élevée des marchés et les mesures administratives prises par les banques centrales, auxquelles s'ajoute parfois la faiblesse des réserves de change, posent problème. Par ailleurs, le nombre de pays adoptant des régimes de taux de change plus flexibles a augmenté, ce qui accroît la volatilité des marchés à mesure que les taux de change sont plus fréquemment utilisés pour absorber les chocs extérieurs. De plus, de nombreux pays recourent à des mesures administratives sur les marchés de change et rationnent les devises étrangères lorsque les réserves internationales sont faibles (cf. graphique 13). Les instruments visant à atténuer les risques de change, tels que les dispositifs de *swap*, peuvent contribuer à renforcer les investissements transfrontaliers.

Graphique 12 Paiements commerciaux des CER



Source :

a) SWIFT : nombre de MT103 transfrontaliers envoyés d'Afrique vers le bénéficiaire final (pays/région) en avril 2013.

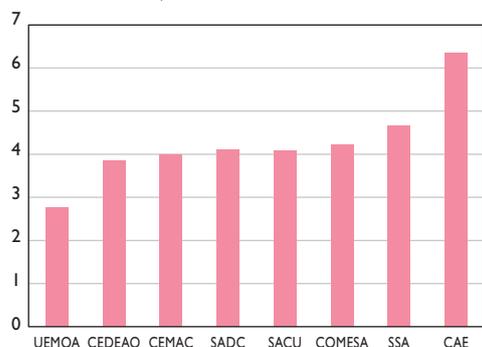
b) SWIFT : nombre de MT103 transfrontaliers envoyés d'Afrique en 2012.

9 SWIFT signifie Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

10 Les données de SWIFT indiquent des volumes transfrontalières plus importants que les données de balance des paiements.

**Graphique 13 Réserves de change**  
2004-2013 réserves moyennes

(en mois d'importations)



Source : IMF, <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>

En l'absence d'implication du secteur privé, des solutions multilatérales peuvent être envisagées. C'est ainsi que la section de financement du secteur privé de la Banque mondiale, la Société financière internationale (IFI), émet des obligations en monnaie locale (franc CFA et, plus récemment, franc rwandais) mais couvre habituellement ses positions par des *swaps* en dollars.

### 4|3 Transferts de fonds intra-régionaux

L'intégration régionale entraîne la libre circulation des personnes. Les transferts de fonds peuvent constituer une source importante de devises pour certains pays et dépassent 10 % du PIB au Togo, au Cap-Vert, au Sénégal, au Nigeria et au Lesotho (*Perspectives économiques en Afrique*, 2013)<sup>11</sup>. Les transferts de fonds intra-régionaux, provenant notamment de l'Afrique du Sud et du Nigeria, indiquent un certain niveau d'intégration financière. Cependant, les coûts de transfert au sein de l'Afrique sont les plus élevés au monde. Par exemple, le transfert de 200 dollars d'Afrique du Sud vers le Malawi, l'Angola, le Mozambique, le Botswana ou la Zambie coûte entre 19,5 et 21,0 dollars. Ces coûts sont de sept à plus de dix fois plus élevés que les transferts les moins chers (en provenance de Singapour, des Émirats arabes unis ou d'Arabie Saoudite) (cf. tableau)<sup>12</sup>.

**Tableau Coût du transfert de 200 dollars**

(en dollars)

Les 5 corridors les plus coûteux	Coût moyen
Afrique du Sud → Zambie	21,06
Afrique du Sud → Botswana	20,18
Afrique du Sud → Mozambique	19,81
Afrique du Sud → Angola	19,55
Afrique du Sud → Malawi	19,51

Les 5 corridors les moins coûteux	Coût moyen
Arabie Saoudite → Pakistan	1,73
Singapour → Thaïlande	2,05
Émirats arabes unis → Inde	2,68
Émirats arabes unis → Sri Lanka	2,87
Singapour → Bangladesh	3,03

Source : Banque mondiale.

### 4|4 Paiements par téléphone mobile

Les paiements par téléphone mobile pourraient contribuer à réduire les coûts des transactions. Par exemple, Orange Money est présent dans onze pays d'Afrique subsaharienne et il est possible d'effectuer des paiements de téléphone mobile à téléphone mobile en francs CFA entre certains pays d'Afrique de l'Ouest (Côte d'Ivoire, Mali et Sénégal). De même, en Afrique de l'Est, Tigo propose des transferts d'argent transfrontaliers par téléphone mobile, avec conversion automatique de devise, entre la Tanzanie et le Rwanda.

La croissance étonnamment rapide de l'utilisation des téléphones mobiles en Afrique subsaharienne suggère qu'il est possible d'augmenter les paiements par téléphone mobile. Selon la GSMA, le nombre d'utilisateurs uniques de téléphones mobiles a augmenté de 18 % au cours des cinq dernières années en Afrique subsaharienne, ce qui en fait la région du monde qui enregistre la plus forte progression en ce domaine. À mi-2013, on comptait 253 millions d'utilisateurs uniques abonnés aux services mobiles et 502 millions de connexions<sup>13</sup>. Les efforts pour développer l'utilisation d'internet, combinés à la baisse du coût des *smartphones*, pourraient contribuer à réduire encore les coûts des paiements par téléphone mobile et d'autres solutions innovantes. En effet, les entreprises ciblent de plus en plus les marchés émergents avec des projets comme la

11 Cf. <http://www.africaneconomicoutlook.org/en/outlook/>

12 Cf. <http://remittanceprices.worldbank.org/en>

13 Cf. <http://www.gsma.com/newsroom/>

production de *smartphones* qui seraient vendus entre 20 et 25 dollars <sup>14</sup>.

Ces évolutions pourraient également accroître l'inclusion financière. Cependant, il sera important de trouver le juste équilibre entre les objectifs réglementaires, tels que la protection des consommateurs ou les règles de connaissance du client, et le rythme de l'innovation. L'Initiative africaine pour les services financiers *via* la téléphonie mobile (*African Mobile Phone Financial Services Policy Initiative* – AMPI) fournit un forum permettant aux autorités de discuter de ces questions et d'adapter les réglementations en conséquence <sup>15</sup>.

## 5 | Conclusion

L'intégration économique et politique progresse incontestablement en Afrique, mais de façon inégale selon les communautés économiques régionales. L'intégration financière n'est pas simplement un élément important du processus d'intégration, mais elle peut en constituer un moteur essentiel en raison de son rôle de facilitation des échanges, des investissements et des transferts de fonds au niveau régional.

La présente étude propose quatre outils permettant de renforcer l'intégration financière. Premièrement, les « dispositifs d'engagement politique » peuvent garantir des progrès réguliers sur la voie d'une communauté économique. Des institutions régionales plus fortes, dotées d'un personnel disposant du niveau approprié de compétences techniques, sont en mesure de suivre ces progrès et d'exercer des pressions sur les retardataires pour qu'ils respectent leurs engagements régionaux. Les projets régionaux, tels que les projets d'infrastructure, peuvent également constituer un outil efficace pour mobiliser l'engagement politique des autorités régionales. En résumé, il faut renforcer le dispositif institutionnel régional pour inciter les responsables à respecter leur engagement en faveur

de l'intégration. La mesure du degré d'intégration financière représente une première étape.

Deuxièmement, les bénéfices économiques tirés de l'intégration financière sont renforcés lorsque les pays atteignent certaines « conditions minimales », les plus importantes concernant le développement financier et la gouvernance.

Troisièmement, la voie menant à une région financière totalement intégrée implique des efforts pour atteindre les trois piliers de l'égalité en termes d'accès, de règles et de traitement. Les autorités devront éliminer les barrières à l'entrée et, lorsque des établissements étrangers pénètrent les marchés domestiques, s'abstenir de toute discrimination à leur encontre. Elles devront également continuer d'harmoniser les réglementations et constituer des équipes compétentes, notamment en matière de supervision bancaire.

Enfin et surtout, la « tuyauterie » de l'intégration financière peut permettre de rapides progrès. Les coûts de transaction sont élevés en Afrique. Une banque de compensation américaine doit intervenir lorsque deux pays africains effectuent des transactions entre eux en dollars. Les banques dont les clients sont des entreprises situées dans différents pays de la région doivent utiliser de nombreuses devises et sont parfois confrontées à un risque de marché élevé et à des restrictions de change. Les migrants africains paient les coûts les plus élevés au monde pour envoyer des fonds d'un pays africain à un autre. Des améliorations des systèmes de paiement et de règlement et des systèmes de gestion des risques peuvent réduire ces coûts de transaction. Il est également nécessaire d'envisager des solutions telles que des accords de *swap* ou un système de compensation multi-devises. Dans le même temps, l'innovation progresse à un rythme rapide et des paiements par téléphone mobile peuvent désormais s'effectuer entre certains pays africains ayant des monnaies différentes. Les régulateurs devront suivre le rythme de ces évolutions sans en limiter les bénéfices.

<sup>14</sup> Cf. for instance <http://wallstcheatsheet.com/technology/arm-20-smartphone-will-be-here-soon.html?a=viewall#ixzz31FkSiBCg>

<sup>15</sup> Cf. <http://www.afi-global.org/2014-african-mobile-phone-financial-services-policy-initiative-ampi-meeting>

## Bibliographie

### Baele (L.), Ferrando (A.), Hördahl (P.), Krylova (E.) et Monnet (C.) (2004)

« *Measuring financial integration in the Euro area* », Banque centrale européenne, *Occasional Paper Series* n° 14, avril.

### Banque asiatique de développement (2013)

« *The Road to ASEAN Financial Integration* », <http://www.adb.org/publications/road-asean-financial-integration>

### Chinn (M. D.), Menzie (D.) et Ito (H.) (2006)

« *What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions* », *Journal of Development Economics*, vol. 81, n° 1, <http://www.nber.org/papers/w11370>, octobre.

### Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) (2011)

« *Preconditions for effective banking supervision* », <http://www.bis.org/publ/bcbs129.pdf>

### Commission européenne (2013)

« *Financial integration versus fragmentation—Some measurement issues beyond bank funding and debt markets* », *Financial stability and integration report*, chapitre 7, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/economic\\_analysis/docs/efsir/140428-efsir-2013\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/economic_analysis/docs/efsir/140428-efsir-2013_en.pdf)

### EY (2014)

« *Africa attractiveness survey* », <http://www.ey.com/ZA/en/Issues/Business-environment/EY-africa-attractiveness-survey-2014>

### Groupe de la Banque mondiale (2014)

« *East Africa Common Market Scorecard* », <https://www.wbginvestmentclimate.org/publications/eac-market-scorecard-2014.cfm>

### Kose (A.), Prasad (E.S.) et Taylor (A.D.) (2011)

« *Thresholds in the process of international financial integration* », *Journal of International Monetary and Finance*, vol. 30, n° 1 (dont le *NBER Working Paper* 14916, 2009, constitue une précédente version).

### Lukonga (I.) en collaboration avec Chung (K.) (2010)

« *The cross border expansion of African LCFIs* », Banque africaine de développement, *Research Paper*, septembre.

### SWIFT (2013)

« *Africa payments : Insights into African transaction flows, SWIFT* », *White Paper* de T. Chilosi, D. Dugauquier, G. Lamber et M. Onizuka, [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/about\\_swift/African\\_WP\\_FINAL\\_spread.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/about_swift/African_WP_FINAL_spread.pdf)

### Sy (A.) (2006)

« *Financial integration in the West African Economic and Monetary Union* », *Working Paper* WP/06/2 14 du FMI, Washington D.C., <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06214.pdf>

### Sy (A.) (2010)

« *Government securities markets in the West African Economic and Monetary Union: A review* », *African Development Review*, vol. 22, n° 2.

### Sy (A.) (2014)

« *Will there be an African economic community* », témoignage relatif à la Communauté économique africaine devant le sous-comité *Africa, Global Health, Global Human Rights, and International Organizations* du Congrès américain, <http://www.brookings.edu/research/testimony/2014/01/09-africaneconomic-community-sy>



# Réussir l'intégration financière en Afrique

## Synthèse de la conférence

organisée par la Banque de France et la Ferdi  
le 27 mai 2014

---

**Samuel GUÉRINEAU**  
*Fondation pour les études et recherches  
sur le développement international*

**Luc JACOLIN**  
*Banque de France  
Direction des Études  
et des Relations internationales et européennes*

*La conférence organisée par la Banque de France dans le cadre de son partenariat avec la Fondation pour les études et recherches sur le développement international (Ferd), avait pour thème « Réussir l'intégration financière en Afrique ».*

*L'intégration financière peut être définie comme un processus de renforcement des interactions entre systèmes financiers nationaux, intervenant tant au niveau global que régional. En créant des espaces financiers plus vastes, elle améliore l'allocation régionale et globale de l'épargne et du crédit en faveur des investissements les plus productifs. En contribuant à une réduction des coûts des transactions financières et en accroissant l'offre de financements disponibles, elle constitue un facteur du développement économique. Elle peut être également associée, en Afrique comme dans les pays développés, à des risques croissants de contagion, comme l'a notamment démontré la crise financière globale de 2008-2009.*

*L'objectif de ce colloque était de définir les éléments d'un compromis efficace, pour l'Afrique, entre les objectifs d'intégration et de stabilité financière.*

Mots clés : intégration financière, développement financier, risques financiers, régulation financière et supervision, systèmes bancaires, opérations transfrontalières, banques panafricaines, innovation financière

Codes JEL : F36, F42, G15, G28, O16

La conférence organisée par la Banque de France dans le cadre de son partenariat avec la Ferdi, avait pour thème « Réussir l'intégration financière en Afrique ». En introduisant ce colloque, Marc-Olivier Strauss-Kahn, directeur général des Études et des Relations internationales, Banque de France, a mis l'accent sur l'importance qu'accorde la Banque de France aux problématiques de financement du développement, en particulier d'intégration financière, non seulement du fait de son engagement vis-à-vis de la Zone franc, mais également pour le bon exercice de ses missions de Banque centrale au sein de la zone euro, dans un contexte d'interdépendance financière croissante.

L'intégration financière peut être définie comme un processus de renforcement des interactions entre systèmes financiers (bancaires et/ou marchés financiers) nationaux, intervenant tant au niveau global que régional. En créant des espaces financiers plus vastes, elle améliore l'allocation régionale et globale de l'épargne et du crédit en faveur des investissements les plus productifs, favorise les économies d'échelle et renforce la concurrence, grâce notamment à une harmonisation progressive des réglementations. En contribuant à une réduction des coûts des transactions financières et en accroissant l'offre de financements disponibles, et plus généralement l'efficacité du système financier, elle constitue un facteur du développement économique, qui la renforce en retour. Elle peut être également associée, en Afrique comme dans les pays développés, à des risques croissants de contagion, comme l'a notamment démontré la crise financière globale de 2008-2009, qui a mis en lumière les effets de rétroaction entre sphère réelle et financière.

L'objectif de ce colloque était de définir les éléments d'un compromis efficace, pour l'Afrique, entre les objectifs d'intégration et de stabilité financière, en débattant successivement des bénéfices attendus de l'intégration financière, des politiques publiques à mettre en place pour la renforcer ou la préserver face aux risques qu'elle engendre, et des liens existants entre intégration régionale et globalisation financière.

## I | Le contexte international de l'intégration financière en Afrique

Les deux intervenants de la session inaugurale ont mis l'accent sur deux enjeux majeurs de l'intégration

financière globale : l'impact des déséquilibres de court terme induits par les mouvements internationaux de capitaux, l'importance de la mobilisation des capitaux internationaux comme sources de financement du développement.

Ronald Mc Kinnon a insisté sur l'importance des flux de capitaux récemment investis dans les pays émergents dont les monnaies sont convertibles, en liaison notamment avec la politique monétaire accommodante poursuivie par le Système fédéral de réserve. Ces mouvements de capitaux, apparaissent, d'une part, très volatiles et peuvent, d'autre part, influencer le niveau général des prix des matières premières et favoriser l'apparition de bulles spéculatives.

Les pays africains bénéficient peu des flux financiers internationaux et sont donc peu vulnérables à la spéculation à court terme et aux effets de contagion des crises bancaires, particulièrement les pays dont les devises ont une convertibilité limitée ou un régime de change fixe. Ils sont cependant fortement vulnérables aux variations des prix des matières premières, du fait de leur forte spécialisation dans les produits agricoles de rente et/ou dans les industries extractives.

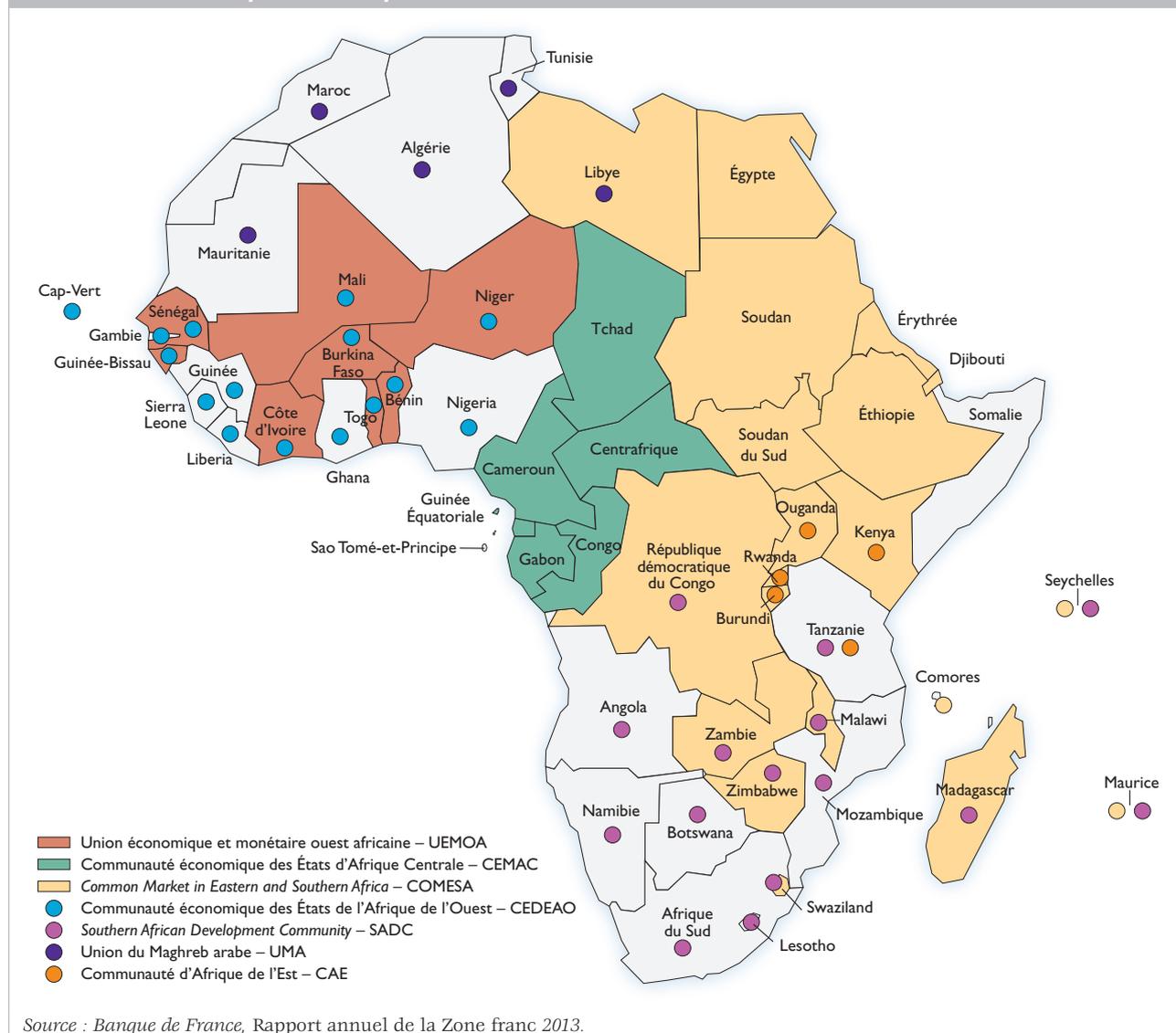
Il ne faut ainsi pas sous-estimer la vulnérabilité indirecte de l'Afrique aux mouvements de capitaux à court terme, induits par les politiques monétaires des pays développés.

Dans un contexte de fortes volatilités des marchés financiers, les pays ayant des régimes de change fixes bénéficient d'une atténuation des effets inflationnistes des hausses de prix sur les matières premières importées.

Pierre Richard Agénor, université de Manchester, a mis l'accent sur l'enjeu principal de l'intégration financière globale pour l'Afrique : l'accélération de la convergence économique régionale et la mobilisation de l'épargne internationale à des fins d'investissement et de développement économique.

L'intégration financière peut en particulier aider à compléter une épargne interne parfois insuffisante ou mal mobilisée, améliorer l'allocation des financements en faveur d'investissements productifs à rendement élevés, contribuer à accroître l'accès aux services financiers, en particulier au crédit, permettre d'absorber les chocs exogènes asymétriques, inciter à des politiques de stabilisation macroéconomique

## Les zones économiques en Afrique



plus efficaces. Elle peut également améliorer l'efficacité du système bancaire, par l'intensification de la concurrence et aussi la diffusion de bonnes pratiques, y compris en matière de supervision. Les investissements directs étrangers (IDE) apparaissent particulièrement efficaces en tant qu'investissements productifs, mais aussi par les effets indirects qu'ils induisent (transferts technologiques et managériaux, effets sur la productivité).

Toutefois, l'intégration financière peut également contribuer à une allocation sous-optimale des flux de capitaux (concentrée sur certains pays et secteurs), à une perte de la stabilité macroéconomique, à des

effets de contagion et de plus forte volatilité des flux de capitaux et à la montée des risques liés à la pénétration des banques étrangères.

Au total, l'intégration financière peut avoir des effets positifs importants, pourvu que le développement financier qu'elle induit favorise des financements stables et de long terme (en particulier des IDE), susceptibles de générer des externalités positives pour les économies africaines.

Dans ce contexte, P. R. Agénor a tiré les leçons pour l'Afrique des expériences récentes des pays à moyen revenu : (i) la discipline macroéconomique

est nécessaire, mais non suffisante, (ii) il faut évoluer progressivement vers l'ouverture du compte de capital, la flexibilité des changes et le ciblage d'inflation (iii) il faut gérer les entrées de capitaux, notamment les entrées de capitaux à court terme, pendant la transition vers un système financier interne plus développé, (iv) les outils macroprudentiels doivent être les plus simples possibles et (v) il faut éviter une accumulation excessive de réserves qui a un coût d'opportunité important.

## 2| Pourquoi renforcer l'intégration financière en Afrique ?

L'intervention de Chris Adam, Université d'Oxford, a présenté l'expérience de la Communauté d'Afrique de l'Est (CAE) (cf. carte ci-dessus). Il en a rappelé l'histoire, en trois étapes : l'union douanière, le marché unique et l'union monétaire, encore à venir, et la perspective d'un État fédéral. En ce qui concerne l'union monétaire, telle que dessinée par le protocole d'accord, il a souligné son caractère pragmatique : horizon éloigné, géométrie variable...

Il a montré que l'intégration financière, encore limitée, progresse, comme en témoigne la convergence des rendements sur les bons du Trésor nationaux, mais qu'elle reste tirée par l'intégration économique et commerciale. Si les autorités de marchés des capitaux ont renforcé leur coopération et que des cotations croisées entre les bourses de valeur ont été mises en places, il reste toutefois des écarts significatifs dans la libéralisation du compte de capital, ce qui montre d'ailleurs que l'intégration régionale peut se faire, jusqu'à un certain point, avec des systèmes différents de contrôle des changes.

Il a enfin souligné que cette intégration impliquait une amélioration des systèmes de paiements et un renforcement d'une régulation financière encore rudimentaire, mais qu'il fallait veiller à l'équilibre entre les objectifs de stabilité et de sécurité des réglementations financières et les risques de règles trop contraignantes. Si l'adoption rapide de règles exigeantes permet de signaler l'engagement des autorités en faveur de la stabilité financière, ces règles doivent d'une part être adaptées aux capacités de supervision existantes et d'autre part ne pas freiner le développement des crédits aux PME et à long terme.

L'intervention d'Anne-Marie Gulde, FMI, a mis en évidence les bénéfices potentiels de l'intégration financière et les mesures à mettre en place pour accompagner ce processus. Elle a souligné que l'intégration financière globale pouvait contribuer à combler les besoins de financement massifs des pays en développement dans le domaine des infrastructures, de l'éducation et de la santé, alors que l'intégration régionale permettait avant tout d'améliorer l'allocation du capital, de bénéficier d'économies d'échelle et de diffuser les capacités et les savoir-faire.

Elle a ensuite mis en exergue une des évolutions les plus marquantes : le développement rapide des banques panafricaines, en particulier des banques d'origine africaine. Elle a souligné que cette évolution impliquait une adaptation des règles de gestion des risques, en particulier pour les opérations transfrontalières pour lesquelles l'application des règles prudentielles est en retard en Afrique (développement de la coopération entre régulateurs des pays d'origine et d'accueil).

Les deux interventions et les questions de l'assistance ont permis de mettre en évidence trois points majeurs relatifs aux bénéfices de l'intégration financière régionale :

- Les gains à attendre de l'intégration financière sont particulièrement élevés en Afrique, dans la mesure où elle permet de lever deux contraintes majeures du développement financier : la faible taille des marchés et le niveau élevé des coûts de l'intermédiation financière.
- La présence d'une union monétaire ou d'un projet d'union monétaire renforce l'efficacité des politiques publiques au-delà des gains associés à l'intégration financière. En effet, l'union monétaire impose la définition d'un cadre de gestion des politiques macroéconomiques, elle facilite le contrôle du système bancaire et financier et permet une meilleure absorption des chocs grâce au partage des risques.
- Les processus d'intégration régionale et globale sont complémentaires, en particulier pour les pays à faible revenu. Alors que l'intégration régionale permet au niveau régional une meilleure allocation de l'épargne et une plus grande efficacité du système financier, l'intégration globale contribue à la mobilisation de l'épargne internationale nécessaire à des pays ayant des besoins de financement élevés pour opérer leur rattrapage économique.

### 3| Comment renforcer l'intégration financière ?

Amadou Sy, Brookings, a mis l'accent sur les quatre facteurs essentiels d'un approfondissement durable de l'intégration financière. Tout d'abord, il est nécessaire d'ancrer durablement l'engagement politique en faveur de l'intégration, *via* la mise en place de projets d'investissement régionaux, en particulier dans les infrastructures, et sur le plan institutionnel, *via* un renforcement des institutions régionales, notamment de supervision. L'efficacité économique de l'intégration financière étant soumise à des effets de seuil, l'intégration financière doit aller de pair avec une amélioration du climat des affaires, qui peut contraindre le développement financier, et la mise en œuvre de politiques axées sur un meilleur accès aux services financiers.

Les réglementations financières nationales doivent également assurer une égalité de traitement des établissements financiers en supprimant toute barrière à l'entrée, toute discrimination dans leurs activités, et, au niveau régional, en harmonisant les conditions de la concurrence (réglementation bancaire, supervision, fiscalité). Enfin, l'amélioration des infrastructures financières est essentielle pour un abaissement rapide des coûts de transaction, qui sont traditionnellement élevés en Afrique. Cette optimisation concerne aussi bien les moyens de paiement, les systèmes de compensation interbancaires, la promotion des services innovants ou la gestion du risque.

S'appuyant sur l'exemple de la Communauté d'Afrique de l'Est, Irina Astrakhan, Banque mondiale, a recommandé pour sa part de faciliter l'intégration financière par la mise en place de réglementations et de mécanismes de supervision bancaire transfrontaliers, de marchés de titres régionaux, du crédit commercial intrarégional et d'une intégration régionale des infrastructures financières (moyens de paiement, marché interbancaire).

Au total, les débats ont permis de dégager quatre dimensions essentielles au renforcement de l'intégration financière en Afrique :

- La mise en œuvre des politiques d'intégration financière crédibles *via* un renforcement des institutions régionales et un meilleur suivi par le public des progrès effectifs de l'intégration financière par la publication d'indicateurs (exemple des *scorecards* dans la CAE).

- L'adoption de cadres réglementaires régionaux modernisés, reposant sur des réglementations financières harmonisées et permettant d'accompagner les innovations financières (finance islamique, banque mobile, microfinance).

- L'amélioration de l'efficacité et de la stabilité du système bancaire par une intégration régionale des systèmes de paiements, un renforcement des bureaux de crédit et des centrales de risque, une diversification de l'offre de services financiers, en particulier les financements de long terme, qui est déficiente en Afrique.

- L'approfondissement de l'intégration réelle pour stimuler l'intégration financière : intégration économique, marché commun et politiques de développement régionales stimulent le commerce et l'investissement intra-régional et donc la demande d'intégration financière, qui apparaît comme endogène au développement économique.

### 4| Comment gérer les risques associés à l'intégration financière ?

Christian de Boissieu, membre du Collège de l'Agence des marchés financiers (AMF) a, à l'attention des pays africains, tiré quelques enseignements de son expérience de régulateur. Tout d'abord, il a souligné que l'intégration financière n'est pas irréversible ; elle est soumise à des risques, en particulier lors des épisodes de crises financières, comme le montre le cas européen. L'intégration financière renforce les risques de contagion entre pays, mais aussi entre le système bancaire et les États, ce qui impose un renforcement des instruments régionaux de gestion des risques (supervision, résolution, garanties). En second lieu, du fait d'une forte complémentarité entre régulation et supervision, il est crucial de donner aux autorités de contrôle les moyens de faire appliquer les réglementations. Troisièmement, une attention particulière doit être portée à la prévention et à la gestion des bulles financières et immobilières pour contenir leur ampleur. Enfin, l'efficacité de la régulation dépend de sa qualité, qui repose sur un équilibre à trouver entre l'objectif de maîtrise des risques systémiques et celui de ne pas peser sur le financement de l'économie. Il s'agit notamment d'adapter la régulation des marchés financiers

pour accompagner leur émergence et de réduire la procyclicité des normes prudentielles.

Les différentes interventions et les questions de l'assistance ont permis de mettre en évidence trois points majeurs relatifs à la gestion des risques :

- Pour renforcer la stabilité financière, il est nécessaire de coordonner les différents instruments de gestion des risques à la fois financiers et macroéconomiques : i) Les politiques microprudentielles, en particulier la supervision consolidée des groupes panafricains et les opérations transfrontalières, ii) les politiques macroprudentielles, iii) les instruments de résolution des crises, et iv) la surveillance multilatérale, en particulier le suivi des déficits budgétaires et de l'endettement des États.

- Un équilibre doit être trouvé entre le renforcement des exigences prudentielles et leur adaptation au contexte africain afin de ne pas entraver le développement de l'accès aux services financiers. D'une part, le renforcement des exigences prudentielles est nécessaire, à la fois pour se rapprocher des bonnes pratiques internationales (capital minimum, ratio solvabilité et liquidité, concentration des risques, traitement des créances douteuses) et pour s'adapter à l'évolution des systèmes financiers (banques panafricaines, banque mobile, microfinance). D'autre part, la régulation doit concilier l'objectif central de stabilité financière et celui d'une meilleure inclusion financière, notamment dans l'accès aux financements pour les petites et moyennes entreprises et l'octroi de financements longs. Elle doit également être adaptée à la capacité de supervision des autorités.

- Les instruments de gestion des risques sont plus efficaces au niveau régional. Tout d'abord, ils permettent de s'adapter au développement des opérations financières internationales. Ensuite, la dimension des mécanismes de garantie renforce leur efficacité. Enfin, les institutions régionales permettent une plus grande indépendance des mécanismes de contrôle, ce qui renforce leur crédibilité.

En conclusion de la conférence, une table ronde, présidée par Christian Durand (adjoint au directeur général des Études et des Relations internationales, Banque de France) et rassemblant Anthony Requin (direction générale du Trésor), Sylviane Guillaumont Jeanneney (Ferdi),

Anne-Marie Gulde, Abdoulaye Bio Tchane (Fonds africain de Garantie) Lionel Zinsou (PAI Partners), a mis en exergue les liens existant entre intégrations financières globale et régionale, dont il faut tirer parti en vue d'une croissance économique stable et durable. À cet égard, l'Afrique doit encore surmonter un certain nombre de handicaps importants.

Les économies continuent de faire face à des fuites de capitaux, liées notamment aux opérations commerciales (sur ou sous-facturation, non rapatriement des recettes), que les mesures de contrôle n'endiguent pas de manière efficace. Il est nécessaire de trouver un équilibre entre les restrictions aux mouvements et l'objectif d'une meilleure attractivité internationale des économies africaines.

Une deuxième faiblesse provient de la vulnérabilité des processus d'intégration du fait d'un soutien parfois hésitant, voire d'une opposition affirmée des opinions publiques et d'un décalage entre les processus d'intégration économique et politique. Le renforcement de l'intégration politique, et en particulier des institutions communautaires, doit être couplé avec des efforts significatifs de communication sur les bénéfices des processus d'intégration, mais également les contraintes qui leur sont associées. Il est indispensable de rendre plus lisibles par le public ces bénéfices et contraintes afin de légitimer le processus d'intégration.

La conférence a aussi mis en exergue plusieurs atouts importants de l'Afrique pour assurer la continuité et la stabilité des différents processus d'intégration financière. Tout d'abord, l'Afrique bénéficie depuis une décennie d'un contexte économique favorable lié au cycle de hausse des prix des matières premières, qui facilite un développement concomitant du secteur financier. L'intégration financière est également favorisée par la croissance rapide, pour l'instant sans épisodes majeurs de crise, de banques transfrontières, ce qui doit inciter à une meilleure coordination des superviseurs et une harmonisation des réglementations financières.

Pour ce faire, les pays africains peuvent s'appuyer sur l'expérience des unions monétaires existantes, dans lesquelles les institutions régionales (commissions, banques centrales, autorités de régulations communes) peuvent jouer un rôle actif en faveur de l'intégration. De ce point de vue, les défis à relever par les autorités nationales et régionales en Afrique rejoignent bien ceux qui occupent actuellement l'Europe.

## Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (NAF rév. 2, données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S7
6	Compte de transactions courantes — Principales composantes — France	S8
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S9
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixte)	S12

## Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S13
12	Situation mensuelle de la Banque de France	S14
13	Dépôts — France	S15
14	Dépôts à terme — France	S16
15	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français — France	S17
16	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts — France	S18
17	Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension — Zone euro et France	S19
18	Placements et financements des ménages — Zone euro	S20
19	Placements et financements des ménages — France	S21
20	Placements et financements des sociétés non financières — Zone euro	S22
21	Placements et financements des sociétés non financières — France	S23
22	Taux de rémunération des dépôts bancaires — France et zone euro	S24
23	Taux d'intérêts des crédits bancaires — France et zone euro	S25
24	Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises — France	S26

## Marchés de capitaux et taux d'intérêt

25	Taux d'intérêt	S27
26	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S28
27	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S29
28/29	Titres de créances négociables — France	S30/S31
30	Titres d'OPC — France	S32
31	Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français	S33
32	Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur	S34

## Autres statistiques

33	État des défaillances d'entreprises par secteur — France	S35
34	Systèmes de paiement de masse — France	S36
35/36	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne	S37/S38
37	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S39

## Notice méthodologique

## Séries chronologiques

### Avertissement

*Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site Internet de la Banque de France.*

**Figure 1**  
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(NAF révision 2 ; données cvs)

	2014						
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent <sup>a)</sup></b>							
<b>Ensemble de l'industrie manufacturière</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Denrées alimentaires et boissons	3	7	10	5	6	9	8
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-5	4	-2	11	-2	6	1
Industrie automobile	-14	-1	5	5	-7	-4	20
Autres matériels de transport	-12	8	-3	2	-2	10	10
Autres produits industriels	3	1	2	5	2	0	2
<b>Production pour les prochains mois <sup>a)</sup></b>							
<b>Ensemble de l'industrie manufacturière</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>
Denrées alimentaires et boissons	9	14	7	7	11	7	7
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	6	2	2	3	6	3	1
Industrie automobile	8	13	4	1	0	9	-8
Autres matériels de transport	15	-3	-1	5	4	9	-7
Autres produits industriels	7	6	-2	9	3	2	0
<b>Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) <sup>a)</sup></b>							
<b>Globales</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>7</b>
Étrangères	5	1	4	7	4	3	6
<b>Niveau du carnet de commandes <sup>a)</sup></b>							
<b>Ensemble de l'industrie manufacturière</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Denrées alimentaires et boissons	-2	0	-2	-9	-2	-1	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-1	-3	-8	-8	-7	-13	-14
Industrie automobile	-9	-8	-6	-11	-3	-6	-4
Autres matériels de transport	49	49	47	49	48	46	47
Autres produits industriels	3	-1	2	0	-1	1	-1
<b>Niveau des stocks de produits finis <sup>a)</sup></b>							
<b>Ensemble de l'industrie manufacturière</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
Denrées alimentaires et boissons	2	-4	1	4	2	6	3
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	5	8	5	6	6	6	6
Industrie automobile	-2	-4	5	8	0	-1	-1
Autres matériels de transport	8	5	9	2	6	6	9
Autres produits industriels	1	5	3	3	1	4	3
<b>Taux d'utilisation des capacités de production <sup>b)</sup></b>							
<b>Ensemble de l'industrie manufacturière</b>	<b>75,9</b>	<b>76,0</b>	<b>75,9</b>	<b>75,5</b>	<b>76,1</b>	<b>76,3</b>	<b>76,4</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) <sup>a)</sup></b>							
Par rapport au mois précédent	-1	0	0	-1	0	0	-1
Au cours des prochains mois	-1	-1	-3	0	-1	0	0
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie <sup>c)</sup></b>							
	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>97</b>

a) Données exprimées en solde des opinions. Les séries de prévision sont corrigées du biais lorsque celui-ci est statistiquement significatif.

b) Données exprimées en pourcentage

c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

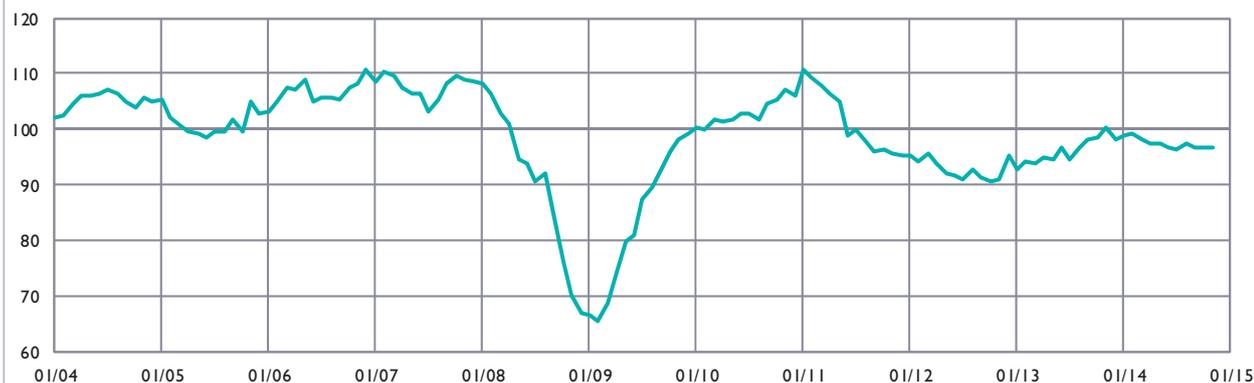
Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014

Figure 2 Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 – dernier point)



Commandes <sup>a)</sup>

(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Commandes globales
- Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
- Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production <sup>a)</sup>

(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Production passée
- Production prévue (série corrigée du biais statistique observé)
- Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)

Stocks et carnets de commandes <sup>a)</sup>

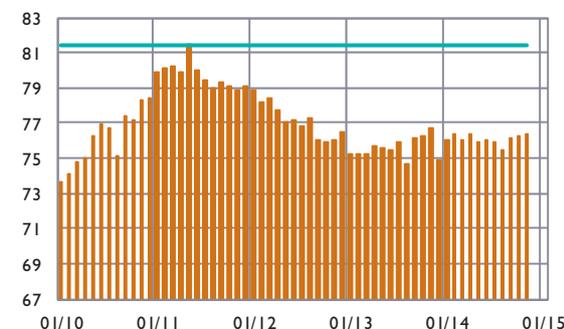
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie <sup>a)</sup>

(en %)



- TUC
- Moyenne de longue période depuis 1981

a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014

Figure 3  
Indices des prix à la consommation <sup>a)</sup>

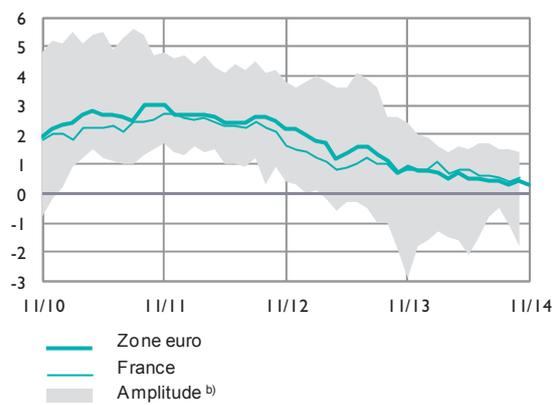
	(glissement annuel)									
	2014									
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	
France	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	nd	
Allemagne	0,9	1,1	0,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,5	
Italie	0,3	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	
Zone euro	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	
Royaume-Uni	1,6	1,8	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2	1,3	nd	
Union européenne	0,6	0,8	0,6	0,7	0,5	0,5	0,4	0,5	nd	
États-Unis	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7	nd	
Japon	1,6	3,4	3,7	3,6	3,4	3,3	3,3	2,9	nd	

	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle)						
	2011	2012	2013	2014						
				juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	
France	2,3	2,2	1,0	0,0	-0,4	0,5	-0,4	0,0	nd	
Allemagne	2,5	2,1	1,6	0,4	0,3	0,0	0,0	-0,3	nd	
Italie	2,9	3,3	1,3	0,1	-2,1	-0,2	1,9	0,3	-0,3	
Zone euro	2,7	2,5	1,4	0,1	-0,7	0,1	0,4	-0,1	nd	
Royaume-Uni	4,5	2,8	2,6	0,2	-0,4	0,4	0,1	0,1	nd	
Union européenne	3,1	2,6	1,5	0,1	-0,5	0,1	0,3	0,0	nd	
États-Unis	3,2	2,1	1,5	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,3	nd	
Japon	-0,3	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,3	-0,3	nd	

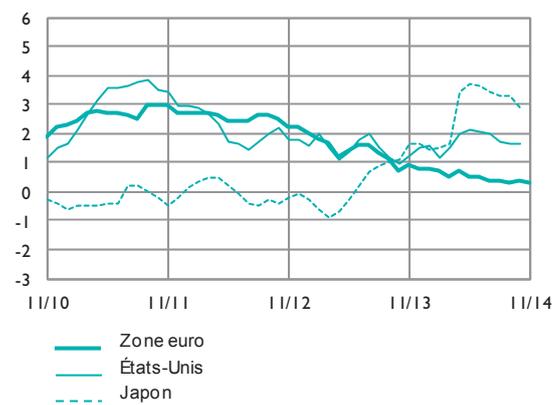
## France et zone euro

(glissement annuel en %)



## Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



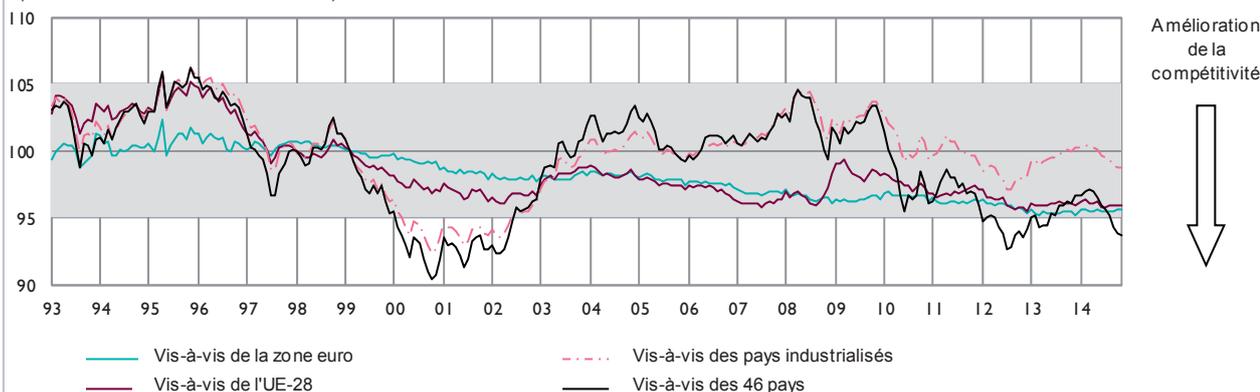
a) Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon (indices nationaux)

b) Écart entre les valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

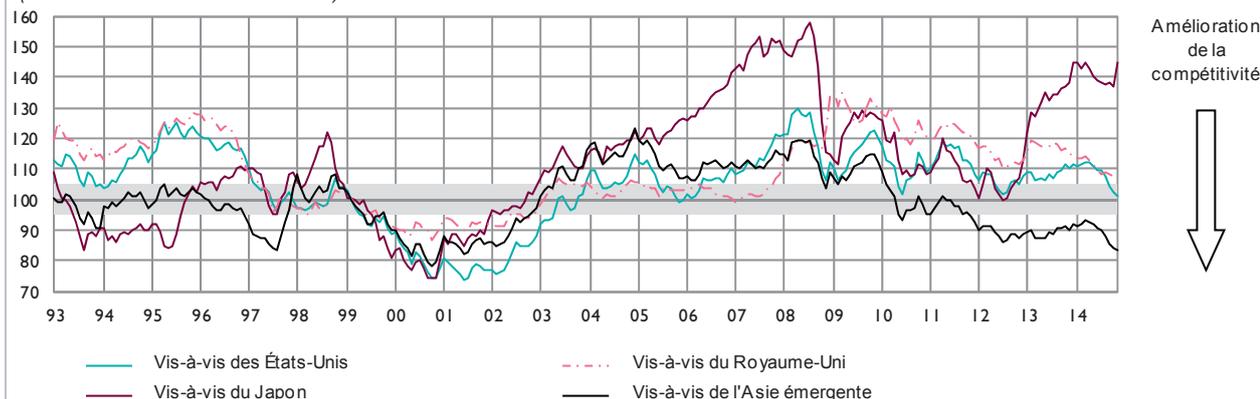
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999)



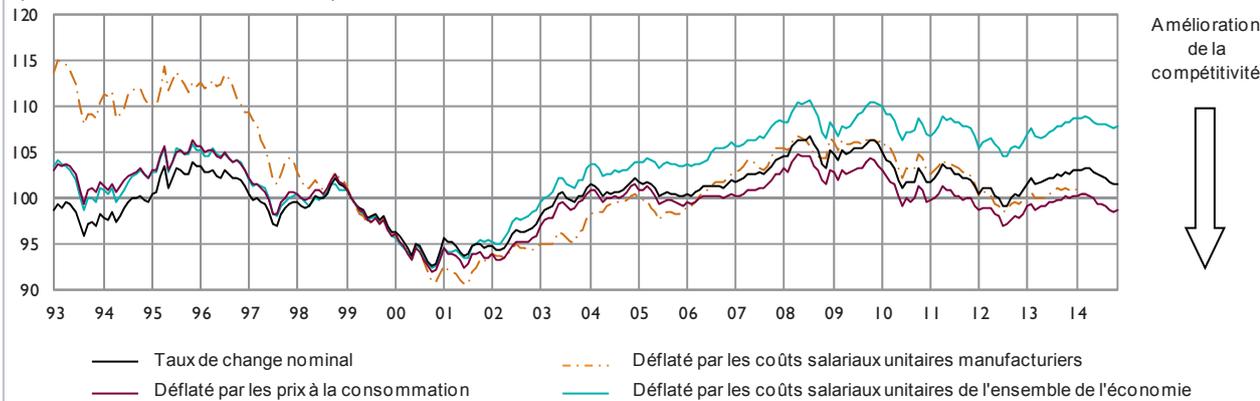
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999)



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

(indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999)



Partie grise : écart de + ou - 5 % par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014

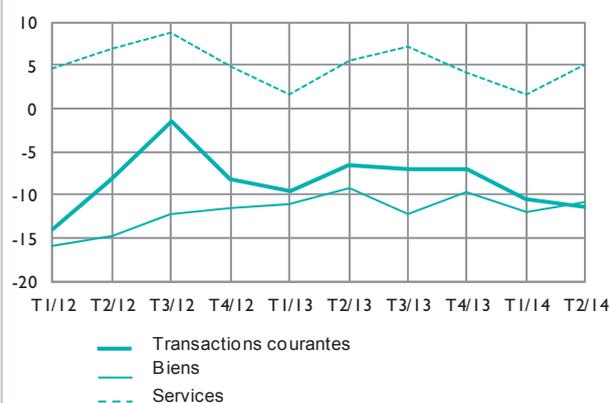
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013			2014	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-31,8</b>	<b>-30,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-11,4</b>
Biens	-54,6	-42,5	-9,4	-12,3	-9,8	-11,9	-10,9
Services	24,7	18,3	5,6	7,2	4,0	1,5	4,9
Revenus primaires	40,7	39,3	8,5	8,7	7,3	15,7	8,9
Revenus secondaires	-42,6	-45,3	-11,4	-10,6	-8,6	-15,7	-14,3
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-21,0</b>	<b>-14,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-8,2</b>	<b>-15,2</b>
Investissements directs	14,1	-5,1	-1,8	-4,2	-2,1	6,1	4,1
Français à l'étranger	37,7	-0,2	-2,3	2,9	-3,2	9,6	5,2
Étrangers en France	23,6	4,9	-0,5	7,1	-1,1	3,5	1,0
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-23,7	-4,3	-52,0	-20,6	7,6
Avoirs	-1,7	66,3	10,4	16,6	-13,7	30,4	43,3
Engagements	24,9	136,1	34,1	20,9	38,3	51,0	35,7
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	-6,1	0,7	-7,0	-4,7	-9,7
Autres investissements <sup>a)</sup>	1,7	79,0	26,2	1,6	50,7	9,4	-18,6
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	-0,3	1,9	-2,6	1,6	1,3
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>10,3</b>	<b>14,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,0</b>

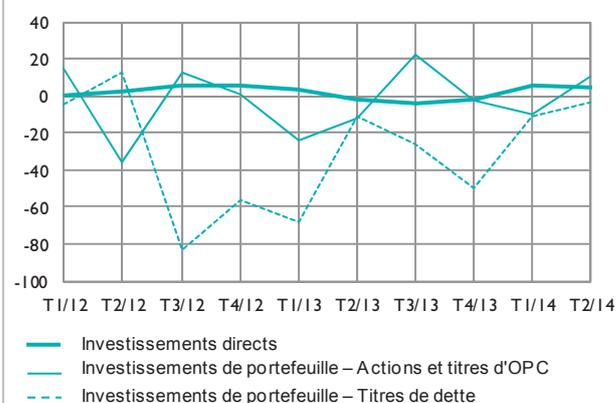
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

**Figure 6**  
**Compte de transactions courantes – principales composantes – France**

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013			2014	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-31,8</b>	<b>-30,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-11,4</b>
<b>Biens</b>	<b>-54,6</b>	<b>-42,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>-12,3</b>	<b>-9,8</b>	<b>-11,9</b>	<b>-10,9</b>
Exportations	435,9	437,3	111,8	104,2	111,6	108,2	108,5
Importations	490,6	479,9	121,2	116,5	121,4	120,1	119,4
Marchandises générales	-72,4	-64,1	-15,1	-16,7	-15,3	-16,4	-16,0
Négoce international	17,8	21,6	5,7	4,5	5,6	4,4	5,1
<b>Services</b>	<b>24,7</b>	<b>18,3</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>4,9</b>
Exportations	184,0	192,0	48,9	52,9	48,6	44,2	51,0
Importations	159,2	173,7	43,3	45,8	44,6	42,7	46,1
Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	1,4	1,6	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3
Services d'entretien et de réparation	2,8	2,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
Transports	-0,3	-1,7	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4
Voyages	10,7	10,4	3,8	5,3	0,5	0,5	2,5
Bâtiments et travaux publics	1,1	0,7	-0,1	0,0	0,8	-0,1	-0,1
Services d'assurance et de pension	1,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,3
Services financiers	4,3	4,6	1,1	1,1	1,2	1,4	1,4
Commissions pour usage de propriété intellectuelle	3,1	1,1	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,4
Services de télécommunication, d'informatique et d'information	0,5	-1,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5
Autres services aux entreprises	0,5	1,2	0,3	0,6	0,6	0,1	0,7
Services personnels, culturels et récréatifs	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Services des administrations publiques	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Services divers							
<b>Revenus primaires</b>	<b>40,7</b>	<b>39,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>15,7</b>	<b>8,9</b>
Rémunérations des salariés	15,7	15,9	4,0	4,0	4,0	4,2	4,2
Revenus des investissements	16,7	14,1	4,3	5,1	1,5	4,1	4,9
Investissements directs	39,1	34,2	16,2	7,3	5,7	5,8	15,9
Investissements de portefeuille	-18,7	-17,2	-11,2	-1,4	-3,5	-0,9	-10,3
Autres investissements <sup>a)</sup>	-4,1	-3,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-0,9
Avoirs de réserve	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres revenus primaires	8,4	9,3	0,2	-0,3	1,8	7,5	-0,2
<b>Revenus secondaires</b>	<b>-42,6</b>	<b>-45,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>-15,7</b>	<b>-14,3</b>
Administrations publiques	-28,6	-30,5	-7,8	-6,8	-4,8	-11,2	-6,5
Autres secteurs	-14,0	-14,8	-3,6	-3,8	-3,8	-4,6	-7,8
dont envois de fonds des travailleurs	-8,2	-8,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>

La balance des paiements est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

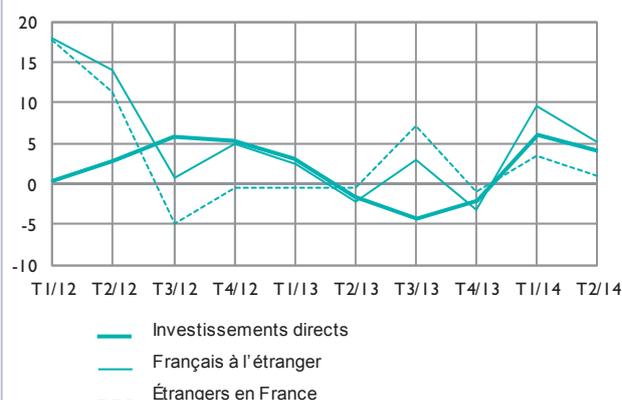
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013			2014	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte financier</b>	<b>-21,0</b>	<b>-14,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-8,2</b>	<b>-15,2</b>
Investissements directs	14,1	-5,1	-1,8	-4,2	-2,1	6,1	4,1
Français à l'étranger	37,7	-0,2	-2,3	2,9	-3,2	9,6	5,2
<i>dont capital social</i>	45,9	9,1	-0,2	2,6	3,3	7,0	0,9
Étrangers en France	23,6	4,9	-0,5	7,1	-1,1	3,5	1,0
<i>dont capital social</i>	12,3	17,5	4,1	4,5	4,0	3,7	4,5
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-23,7	-4,3	-52,0	-20,6	7,6
Avoirs	-1,7	66,3	10,4	16,6	-13,7	30,4	43,3
<i>Actions et titres d'OPC</i>	54,3	48,8	-4,5	20,4	15,6	-13,3	19,5
<i>Titres de dettes à long terme (plus d'un an)</i>	-79,6	36,3	7,9	3,2	5,1	29,5	19,7
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	23,7	-18,8	7,0	-7,0	-34,3	14,2	4,1
Engagements	24,9	136,1	34,1	20,9	38,3	51,0	35,7
<i>Actions et titres d'OPC</i>	25,4	26,1	7,7	-2,0	17,7	-3,8	8,7
<i>Titres de dettes à long terme (plus d'un an)</i>	36,5	82,0	25,0	3,6	33,4	45,0	29,4
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	-36,9	28,0	1,5	19,4	-12,8	9,8	-2,4
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	-6,1	0,7	-7,0	-4,7	-9,7
Autres investissements <sup>a)</sup>	1,7	79,0	26,2	1,6	50,7	9,4	-18,6
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	-0,3	1,9	-2,6	1,6	1,3
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>10,3</b>	<b>14,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,0</b>

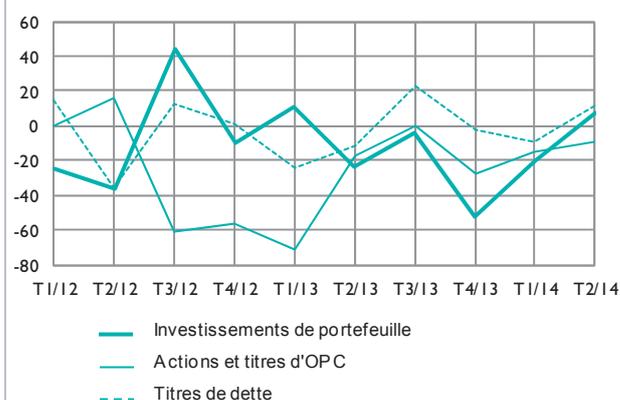
#### Investissements directs – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

**Figure 8**  
**Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France**

(données brutes en milliards d'euros)

	2 <sup>e</sup> trimestre 2014					
	UEM <sup>a)</sup>	UE28 hors UEM <sup>b)</sup>	USA	Japon	Suisse	Chine
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>9,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,3</b>	<b>nd</b>
Recettes	124,7	6,8	15,6	2,4	12,0	6,2
Dépenses	115,6	7,0	18,0	2,4	7,7	nd
Biens	-6,1	-0,3	-0,8	-0,8	-0,6	-4,5
Recettes	63,4	5,0	6,5	1,1	2,5	4,6
Dépenses	69,5	5,3	7,3	1,9	3,0	9,1
Services	1,3	-0,6	0,5	0,2	1,7	0,0
Recettes	28,7	0,8	5,5	0,7	4,0	1,0
Dépenses	27,4	1,5	4,9	0,5	2,3	1,0
Revenus primaires	20,1	0,9	2,1	0,5	3,8	nd
Recettes	31,0	1,0	3,3	0,6	4,9	0,5
Dépenses <sup>c)</sup>	10,9	0,0	1,2	0,1	1,2	nd
Revenus secondaires	-6,2	-0,1	-4,2	0,0	-0,6	-0,1
Recettes	1,6	0,0	0,3	0,0	0,6	0,0
Dépenses	7,8	0,1	4,5	0,0	1,2	0,1
<b>Compte financier</b>						
Investissements directs	0,6	0,7	-3,1	-0,2	3,8	-0,9
Français à l'étranger	5,2	0,4	-5,9	-0,1	4,1	0,2
Étrangers en France	4,6	-0,3	-2,8	0,1	0,3	1,2
Investissements de portefeuille – Avoirs <sup>d)</sup>	39,6	-2,4	3,4	-1,2	-1,3	1,3
Actions et titres d'OPC	18,2	0,0	0,5	-0,1	-1,5	1,2
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	20,6	0,0	2,9	-4,8	0,2	0,2
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	0,8	0,0	-0,1	3,7	0,0	0,0
Autres investissements <sup>e)</sup>	-48,6	0,0	26,9	6,5	3,9	6,1

La balance des paiements est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de Balance des paiements.

a) 18 pays membres.

b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Hongrie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie, Croatie).

c) Ventilation géographique des revenus d'investissements de portefeuille estimée à partir des données centralisées par le FMI (Coordinated Portfolio Investment Survey) ; données non disponibles pour la Chine.

d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.

e) Opérations de prêts et emprunts.

**Figure 9**  
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

(données brutes en milliards d'euros)

	2014			
	juin	juil.	août	sept.
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>3,0</b>
Biens	-3,8	-3,8	-4,6	-3,1
Services	2,6	4,3	0,8	3,1
Revenus primaires	9,2	3,3	2,4	5,6
Revenus secondaires	-7,5	-3,1	-2,5	-2,6
Compte de capital	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Compte financier</b>	<b>38,0</b>	<b>16,8</b>	<b>15,1</b>	<b>-24,2</b>
Investissements directs	2,0	5,5	2,6	5,0
Français à l'étranger	3,0	-0,7	3,0	6,2
Capital social	0,4	-1,6	1,6	4,9
Bénéfices réinvestis	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres opérations (prêts intragroupe)	1,3	-0,4	0,1	0,1
Étrangers en France	1,0	-6,3	0,4	1,2
Capital social	1,5	-6,3	0,5	1,0
Bénéfices réinvestis	0,4	0,4	0,4	0,4
Autres opérations (prêts intragroupe)	-0,9	-0,4	-0,4	-0,2
Investissements de portefeuille	-1,9	-11,9	10,4	-6,3
Avoirs	29,0	-14,4	17,5	-6,5
Actions et titres d'OPC	7,4	-7,8	-0,9	6,4
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	9,6	-11,1	-8,5	-3,9
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	12,0	4,5	26,9	-9,0
Engagements	30,9	-2,5	7,1	-0,2
Actions et titres d'OPC	14,8	-3,5	0,5	-5,3
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	8,0	0,7	1,2	5,7
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	8,0	0,2	5,3	-0,5
Instruments financiers dérivés	-2,4	-7,9	-2,8	-6,6
Autres investissements <sup>a)</sup>	39,5	31,4	5,2	-14,8
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	17,0	32,9	-3,0	-30,5
Avoirs de réserve	0,8	-0,3	-0,3	-1,5
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>37,3</b>	<b>16,0</b>	<b>19,1</b>	<b>-27,3</b>

La balance des paiements est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

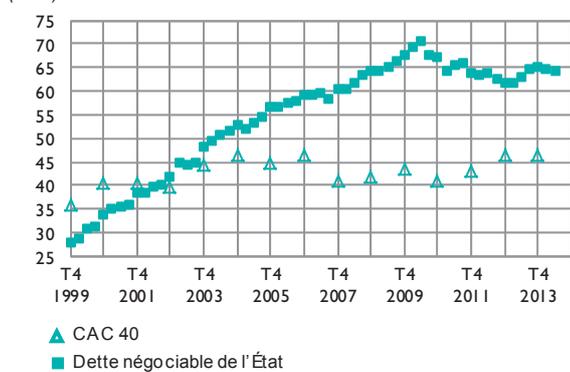
**Figure 10**  
**Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixte)**

(en milliards d'euros)

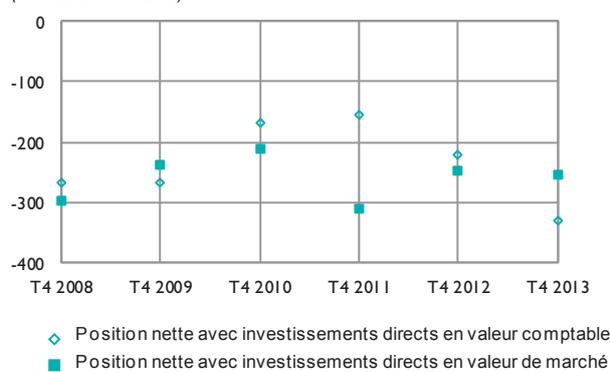
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
<b>Créances</b>	<b>5 427,2</b>	<b>5 731,9</b>	<b>5 962,1</b>	<b>6 016,3</b>	<b>5 741,4</b>	<b>6 069,5</b>
Investissements directs français à l'étranger	1 024,0	1 140,1	1 238,6	1 268,5	1 235,9	1 280,9
<i>Capitaux propres</i>	736,3	839,1	874,5	914,6	897,3	949,7
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	287,6	301,0	364,1	353,9	338,6	346,5
Investissements de portefeuille	2 070,8	2 100,1	1 865,6	1 991,0	2 094,7	2 234,7
Instruments financiers dérivés	926,6	825,8	1 092,2	1 080,2	804,7	815,9
Autres investissements <sup>a)</sup>	1 313,5	1 541,4	1 632,7	1 536,8	1 501,1	1 607,0
Avoirs de réserve	92,4	124,5	133,1	139,9	105,1	115,7
<b>Engagements</b>	<b>5 696,1</b>	<b>5 900,3</b>	<b>6 117,4</b>	<b>6 236,2</b>	<b>6 070,2</b>	<b>6 414,0</b>
Investissements directs étrangers en France	690,8	733,1	811,2	824,8	825,2	866,4
<i>Capitaux propres</i>	408,4	434,5	443,1	442,3	460,0	506,7
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	282,5	298,6	368,1	382,5	365,2	362,7
Investissements de portefeuille	2 290,0	2 420,9	2 412,2	2 612,1	2 819,3	2 989,3
Instruments financiers dérivés	998,3	873,6	1 136,6	1 125,4	869,8	884,9
Autres investissements <sup>a)</sup>	1 717,0	1 872,8	1 757,4	1 673,9	1 555,9	1 670,4
<b>Position nette</b>	<b>-268,8</b>	<b>-168,4</b>	<b>-155,3</b>	<b>-219,9</b>	<b>-328,7</b>	<b>-344,4</b>

**Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État**

(en %)


**Position extérieure de la France**

(en milliards d'euros)


 La position extérieure est publiée conformément au 6<sup>e</sup> Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

**Figure I I**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2011	2012	2013	2013	2014							
	déc.	déc.	déc.	oct.	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	
<b>M1</b>												
Zone euro <sup>a)</sup>	2,0	6,4	5,7	6,5	5,2	5,0	5,4	5,6	5,9	6,2	6,2	
France (contribution)	5,5	2,8	3,4	3,4	3,5	4,5	5,7	4,1	5,2	4,9	6,5	
<b>M2</b>												
Zone euro <sup>a)</sup>	1,9	4,5	2,5	3,2	2,0	2,1	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7	
France (contribution)	6,8	5,2	2,3	2,5	0,6	1,4	1,9	1,1	1,9	1,9	2,8	
<b>M3</b>												
Zone euro <sup>a)</sup>	1,6	3,5	1,0	1,4	0,8	1,1	1,6	1,8	2,0	2,5	2,5	
France (contribution)	3,0	2,6	1,3	1,4	-0,7	-0,1	0,8	0,9	1,2	1,5	3,1	
<b>Crédits au secteur privé</b>												
Zone euro <sup>a)</sup>	1,0	-0,6	-2,3	-2,2	-1,8	-2,0	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,1	
France <sup>b)</sup>	3,1	2,5	0,7	1,5	1,4	1,0	1,6	1,6	1,5	2,0	1,7	

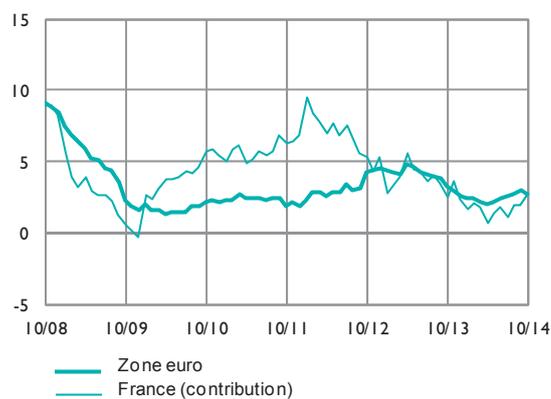
**M1**

(taux de croissance annuel en %)



**M2**

(taux de croissance annuel en %)



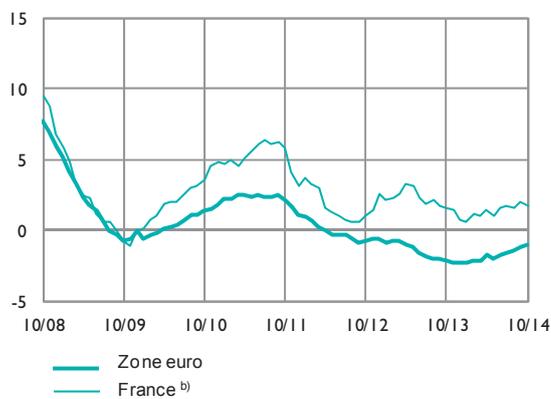
**M3**

(taux de croissance annuel en %)



**Crédits au secteur privé**

(taux de croissance annuel en %)



a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 10 décembre 2014

Figure 12  
Situation mensuelle de la Banque de France <sup>a)</sup>

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Actif</b>								
Territoire national	295,8	326,4	199,7	211,9	171,7	177,0	174,9	162,7
Crédits	218,4	234,2	127,1	135,4	104,2	109,3	105,8	93,8
IFM <sup>b)</sup>	218,2	234,0	127,0	135,3	104,0	109,1	105,6	93,7
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	76,9	92,1	72,5	76,4	67,4	67,6	69,1	68,7
IFM	34,1	32,2	25,2	25,2	27,5	27,5	28,0	28,6
Administrations publiques	42,9	59,9	47,3	51,2	40,0	40,1	41,1	40,1
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro <sup>b)</sup>	106,8	87,6	91,4	91,1	89,4	88,7	88,2	86,9
Reste du monde <sup>b)</sup>	110,5	114,9	88,3	91,3	94,0	91,9	91,3	90,2
Avoirs en or	95,3	98,8	68,2	76,1	75,2	76,4	75,3	72,9
Non ventilé par zone géographique <sup>c)</sup>	105,3	109,6	107,6	102,7	103,1	102,1	108,4	108,1
<b>Total</b>	<b>713,6</b>	<b>737,3</b>	<b>555,2</b>	<b>573,2</b>	<b>533,4</b>	<b>536,1</b>	<b>538,1</b>	<b>520,9</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	185,6	200,3	116,0	97,7	82,6	89,7	91,3	73,3
IFM	176,2	194,8	112,2	96,2	81,1	88,6	78,5	68,3
Administrations publiques	8,9	4,9	3,3	0,7	0,5	0,6	11,9	4,1
Autres secteurs	0,5	0,6	0,6	0,8	1,0	0,6	0,9	0,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	79,6	73,9	34,1	60,1	30,9	22,3	14,5	26,8
Dépôts – reste du monde	143,4	146,0	112,6	121,1	119,1	122,6	125,4	115,0
Non ventilé par zone géographique	305,0	317,1	292,5	294,4	300,9	301,4	306,8	305,8
Billets et pièces en circulation <sup>d)</sup>	169,0	173,5	181,7	175,7	183,8	184,1	184,1	184,8
dont pièces <sup>e)</sup>	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital, réserves et comptes de réévaluation	112,4	117,0	86,6	95,2	97,4	98,7	100,0	97,8
Autres	23,6	26,5	24,1	23,5	19,7	18,6	22,6	23,2
<b>Total <sup>f)</sup></b>	<b>713,6</b>	<b>737,3</b>	<b>555,2</b>	<b>573,2</b>	<b>533,4</b>	<b>536,1</b>	<b>538,1</b>	<b>520,9</b>

a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15<sup>e</sup> jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2008/32).

b) Ce montant intègre notamment les encours des opérations de marché.

c) Y compris l'ajustement lié au mode de comptabilisation des billets en euro au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002.

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

e) Bien que les pièces en circulation ne constituent pas un élément du passif des IFM de l'Union monétaire, mais un élément du passif des administrations publiques, leur montant est inclus dans les agrégats monétaires et, par convention, doit figurer dans le poste "billets et pièces en circulation". La contrepartie de cet élément du passif est incluse dans les "autres actifs". (Règlement BCE/2008/32.)

f) Le total du bilan comptable à fin 2013 rendu public en mars 2014 (550 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2013 (555,2 mds) : les pièces (3 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2014 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (2,2 mds).

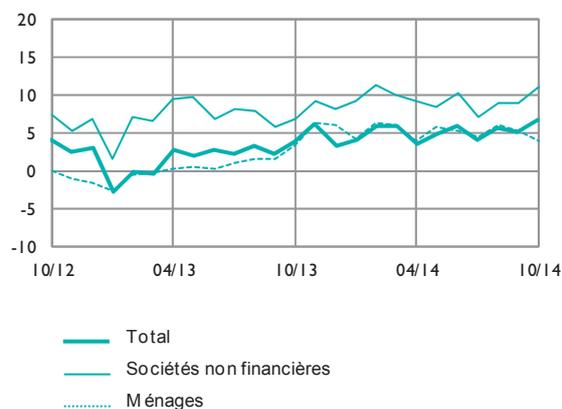
**Figure 13**  
**Dépôts – France**

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

	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	546,3	555,9	582,3	557,7	587,1	590,8	590,5	591,1
Ménages et assimilés	284,4	279,2	295,5	292,2	307,1	309,7	307,5	303,5
Sociétés non financières	203,3	214,7	231,2	208,8	227,3	229,8	230,2	232,1
Administrations publiques (hors adm. centrales)	58,6	62,0	55,7	56,7	52,7	51,2	52,8	55,5
Autres agents	39,3	42,5	35,7	41,1	43,6	40,6	39,9	47,8
<b>Total – Encours</b>	<b>585,1</b>	<b>598,0</b>	<b>617,7</b>	<b>598,4</b>	<b>630,4</b>	<b>631,0</b>	<b>629,9</b>	<b>638,5</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A et bleu	214,7	247,2	263,2	259,8	264,5	264,0	261,7	258,7
Comptes épargne-logement	36,1	35,2	33,4	33,7	31,9	32,0	31,6	31,2
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	69,4	92,0	100,7	99,2	102,3	102,5	101,7	100,8
Livrets d'épargne populaire	52,4	51,7	48,3	49,3	46,1	46,2	46,1	45,9
Livrets jeune	7,0	7,0	6,9	6,9	6,7	6,8	6,8	6,8
Livrets soumis à l'impôt	179,7	178,7	172,5	174,4	175,5	176,8	174,1	172,5
<b>Total – Encours</b>	<b>559,3</b>	<b>611,7</b>	<b>625,1</b>	<b>623,2</b>	<b>627,0</b>	<b>628,2</b>	<b>621,9</b>	<b>615,9</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,3</b>	<b>9,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>

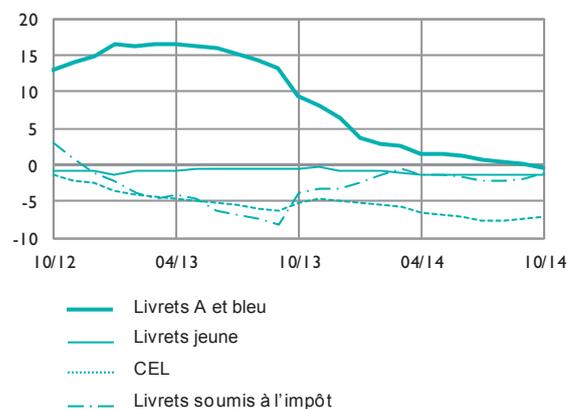
#### Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



#### Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



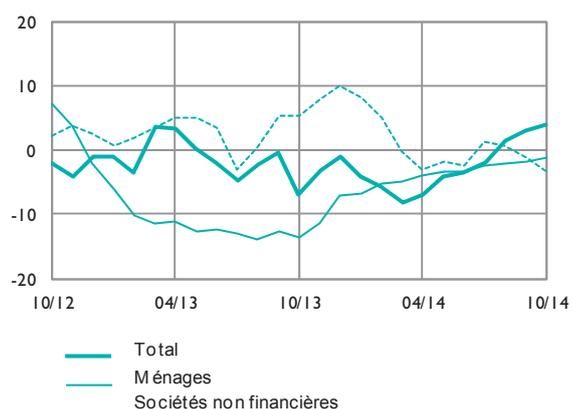
**Figure 14**  
**Dépôts à terme – France**

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

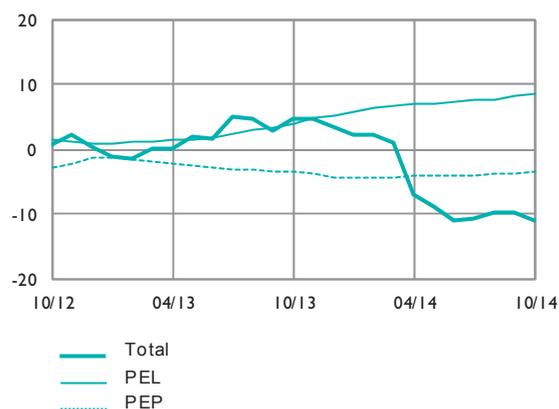
	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	108,1	111,8	117,3	110,1	110,5	109,4	108,3	107,5
Ménages et assimilés	31,7	30,9	28,6	28,6	28,5	28,7	28,6	28,3
Sociétés non financières	75,5	79,9	87,7	80,4	80,7	79,4	78,5	77,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres agents	42,7	40,7	33,5	32,2	32,1	39,0	41,4	40,1
<b>Total – Encours</b>	<b>150,9</b>	<b>152,5</b>	<b>150,7</b>	<b>142,3</b>	<b>142,6</b>	<b>148,4</b>	<b>149,7</b>	<b>147,6</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>10,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-6,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	306,7	328,9	342,2	337,3	350,5	351,9	352,6	355,1
Ménages et assimilés	259,0	269,4	274,8	270,5	278,8	279,8	280,9	282,9
PEL	186,6	188,2	197,7	192,6	204,3	205,7	207,4	208,8
PEP	24,4	24,0	23,0	22,7	22,2	22,1	22,0	21,9
Autres	48,0	57,1	54,1	55,2	52,4	51,9	51,5	52,2
Sociétés non financières	46,6	58,1	65,5	65,1	69,7	70,2	69,8	70,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	1,1	1,4	1,9	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Autres agents	177,0	154,7	157,0	164,8	95,9	99,3	92,7	92,8
<b>Total – Encours</b>	<b>483,7</b>	<b>483,5</b>	<b>499,3</b>	<b>502,1</b>	<b>446,3</b>	<b>451,2</b>	<b>445,3</b>	<b>447,9</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>18,8</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>-10,7</b>	<b>-9,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,9</b>

**Dépôts ≤ 2 ans**

(taux de croissance annuel en %)


**Dépôts > 2 ans**

(taux de croissance annuel en %)



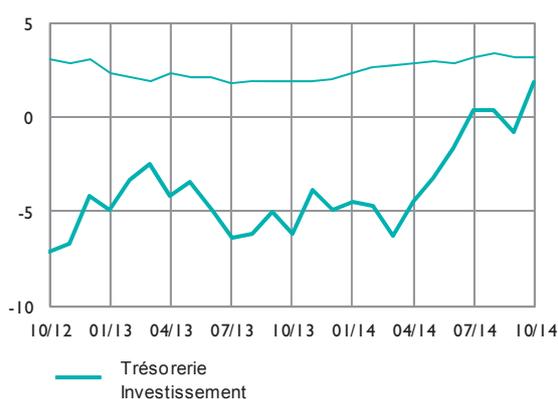
**Figure 15**  
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2011	2012	2013	2013	2014				
	déc.	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Crédits à la clientèle résidente</b>									
Secteur privé	2 053,7	2 100,0	2 114,9	2 124,0	2 152,5	2 150,2	2 144,5	2 158,8	2 155,8
Administrations publiques	195,1	206,8	213,1	212,9	211,1	213,8	214,6	213,6	216,7
<b>Total – Encours</b>	<b>2 248,7</b>	<b>2 306,7</b>	<b>2 328,1</b>	<b>2 336,9</b>	<b>2 363,5</b>	<b>2 364,0</b>	<b>2 359,1</b>	<b>2 372,4</b>	<b>2 372,5</b>
Secteur privé	3,1	2,5	0,7	1,5	1,6	1,6	1,5	2,0	1,7
Administrations publiques	-6,7	6,1	2,8	3,5	1,7	0,7	1,2	1,2	1,8
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>									
Investissement	547,1	563,0	568,0	563,9	570,7	572,6	574,1	572,8	575,2
Trésorerie	187,5	174,1	167,5	167,1	175,4	175,7	172,3	171,6	174,8
Autres objets	81,2	82,0	81,3	79,3	80,7	78,5	78,9	80,6	79,8
<b>Total – Encours</b>	<b>815,9</b>	<b>819,1</b>	<b>816,7</b>	<b>810,2</b>	<b>826,8</b>	<b>826,8</b>	<b>825,3</b>	<b>825,0</b>	<b>829,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>4,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Crédits aux ménages</b>									
Habitat	847,0	874,2	907,0	901,0	915,7	920,1	921,9	922,1	924,5
Trésorerie	161,1	160,4	157,3	155,8	157,3	157,9	155,9	157,1	158,6
Autres objets	92,8	92,1	92,3	93,0	93,8	93,8	93,9	92,5	92,7
<b>Total – Encours</b>	<b>1 100,9</b>	<b>1 126,7</b>	<b>1 156,6</b>	<b>1 149,9</b>	<b>1 166,7</b>	<b>1 171,9</b>	<b>1 171,6</b>	<b>1 171,7</b>	<b>1 175,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>

#### Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



#### Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)



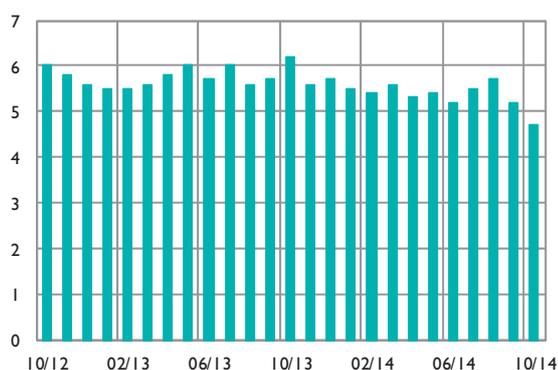
Figure 16  
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2013			2014		
	août	sept.	oct.	août	sept.	oct.
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>						
Crédits ≤ 1 million d'euros <sup>a)</sup>	5,6	5,7	6,2	5,7	5,2	4,7
Crédits > 1 million d'euros <sup>a)</sup>	11,9	10,7	9,8	9,5	9,4	10,3
<b>Crédits aux ménages</b>						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	4,0	4,1	4,0	4,0	3,9	4,0
Crédits à l'habitat	14,0	13,7	13,6	10,2	9,8	9,5

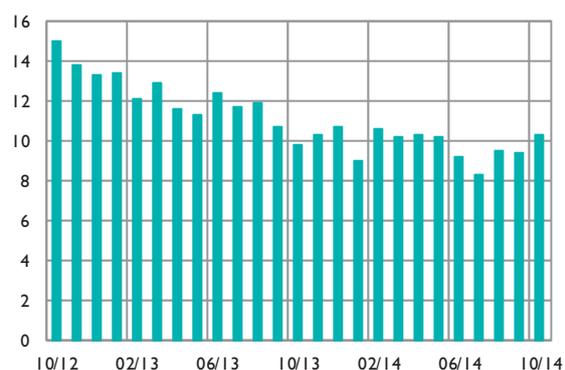
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



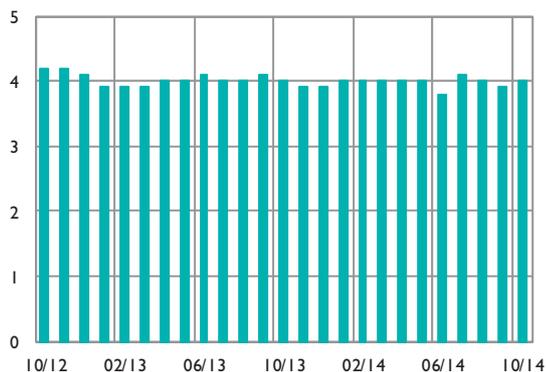
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



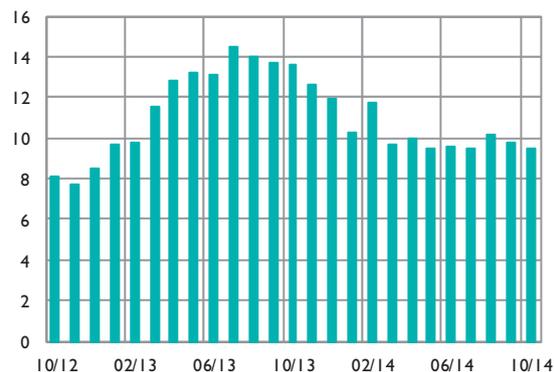
Ménages – Trésorerie

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



Ménages – Habitat

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



a) Toutes périodes de fixation initiale du taux

**Figure 17**  
**Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France**

(en milliards d'euros)

<b>Zone euro</b>						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013				2014	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	-7,8	-7,7	-15,0	-23,6	-22,5	794,3
<i>dont dépôts inclus dans M3 <sup>a)</sup></i>	11,0	7,6	2,7	-14,0	-6,9	209,8
Titres de créance à court terme	-0,5	-13,4	-22,3	-13,6	-11,1	58,2
Titres de créance à long terme	105,5	119,2	123,4	156,5	140,5	3 235,5
Crédits	11,4	10,3	1,2	3,8	14,2	504,5
Actions et autres participations	106,4	103,1	138,8	113,6	119,5	3 015,2
<i>dont actions cotées</i>	0,1	-0,5	9,4	0,9	4,3	444,5
Actifs nets résiduels	-28,2	-31,0	-35,4	-3,6	6,2	238,2
<b>Financements</b>						
Titres de créance	5,4	3,3	2,8	-0,2	0,1	55,4
Crédits	0,1	-7,4	-23,2	-4,6	-4,8	298,3
Actions et autres participations	2,1	2,2	1,3	4,7	4,8	535,6
Provisions techniques d'assurance	170,6	176,2	184,3	195,2	215,9	6 909,1
<i>Assurance-vie</i>	155,9	164,5	171,0	179,6	192,4	6 041,6
<i>Assurance-dommages</i>	14,7	11,6	13,3	15,6	23,5	867,5
<b>Solde des créances et dettes (B9B)</b>	<b>8,6</b>	<b>6,2</b>	<b>25,4</b>	<b>38,1</b>	<b>30,8</b>	

(en milliards d'euros)

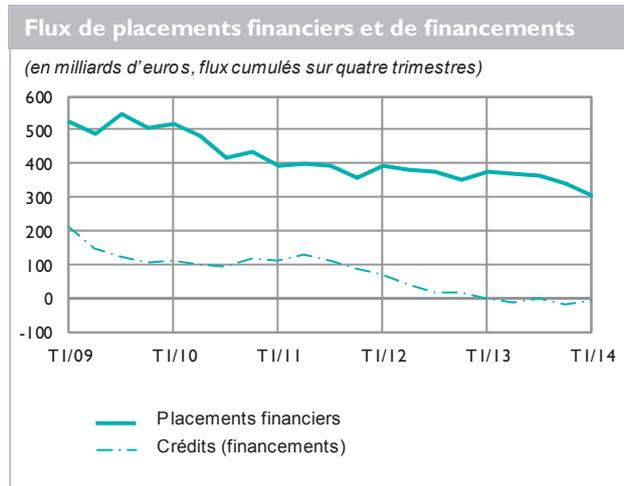
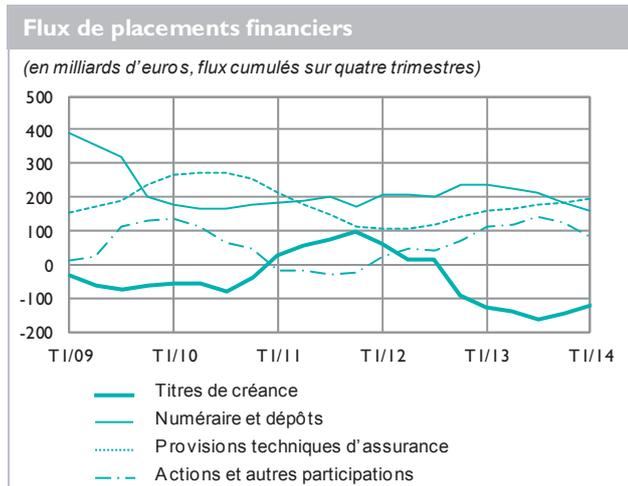
<b>France</b>						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013			2014		2014
	T2	T3	T4	T1	T2	juin
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	6,2	8,0	4,1	1,2	7,0	39,6
Titres de créance à court terme	-7,5	-11,4	-4,5	-9,3	-4,6	20,3
Titres de créance à long terme	58,1	74,4	67,4	47,0	36,4	1 366,2
Crédits	0,9	0,9	0,3	0,2	0,5	36,1
Actions et autres participations	4,9	-2,6	-3,4	10,3	16,0	734,1
<i>dont actions cotées</i>	-1,8	-2,4	-1,2	-1,6	-1,9	81,6
Actifs nets résiduels	-20,8	-15,9	-13,7	-10,6	-7,1	-31,8
<b>Financements</b>						
Titres de créance	1,7	2,5	1,4	1,2	1,5	13,1
Crédits	15,9	16,1	11,8	8,9	5,0	95,5
Actions et autres participations	1,5	1,2	1,6	1,1	1,0	112,5
Provisions techniques d'assurance	52,0	55,2	50,5	51,9	55,6	1 858,8
<i>Assurance-vie et fonds de pension</i>	37,5	39,7	38,3	38,7	42,2	1 567,3
<i>Assurance-dommages</i>	14,5	15,5	12,2	13,2	13,4	291,5
<b>Solde des créances et dettes (B9B)</b>	<b>-8,8</b>	<b>1,5</b>	<b>6,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,9</b>	

a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales

**Figure 18**  
**Placements et financements des ménages – Zone euro**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2013				2014	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	234,3	225,8	214,2	182,9	159,8	7 254,5
<i>dont dépôts inclus dans M3 <sup>a)</sup></i>	213,5	206,3	171,0	102,9	74,1	5 440,5
Titres de créance à court terme	-15,6	-20,6	-27,7	-20,5	-14,8	33,1
Titres de créance à long terme	-115,1	-118,7	-134,9	-126,4	-110,3	1 222,3
Actions et autres participations	111,8	118,1	139,9	121,7	79,0	5 273,5
Actions cotées	9,9	0,4	-9,7	-14,6	-13,6	957,2
Actions non cotées et autres participations	57,5	57,1	85,2	76,7	49,2	2 775,3
Titres d'OPC	44,4	60,6	64,3	59,6	43,4	1 541,0
<i>dont titres d'OPC monétaires</i>	-39,4	-30,4	-27,2	-14,5	-20,9	90,7
Provisions techniques d'assurance	157,6	163,3	173,8	182,6	192,3	6 647,9
Actifs nets résiduels	-50,0	-65,8	-63,5	-57,2	-25,2	-156,1
<b>Financements</b>						
Crédits	-1,0	-12,0	-2,4	-19,3	-8,4	6 147,8
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	21,1	1,4	7,6	-4,1	-5,0	5 267,5
<b>Réévaluation des actifs financiers et autres flux</b>						
Actions et autres participations	249,6	270,1	318,8	447,8	555,1	
Provisions techniques d'assurance	166,6	132,5	85,0	72,3	94,5	
Autres flux	22,5	65,5	50,6	21,9	75,0	
<b>Variation de la valeur financière nette</b>	<b>762,7</b>	<b>782,3</b>	<b>758,7</b>	<b>844,5</b>	<b>1 013,8</b>	



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales

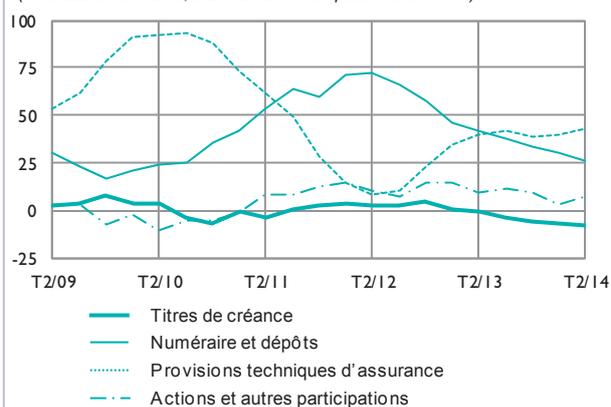
Figure 19  
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013			2014		2014
	T2	T3	T4	T1	T2	juin
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	41,8	37,1	33,2	30,6	25,8	1 323,6
Titres de créance à court terme	0,5	0,0	-0,5	-0,3	0,0	18,7
Titres de créance à long terme	-1,2	-4,5	-5,9	-6,9	-8,1	65,0
Actions et autres participations	9,5	11,2	9,6	3,0	6,6	1 339,2
Actions cotées	-5,7	-5,0	-4,8	-4,8	-3,5	186,3
Actions non cotées et autres participations	20,5	23,2	24,0	19,4	21,9	840,1
Titres d'OPC	-5,3	-7,1	-9,5	-11,7	-11,9	312,7
dont titres d'OPC monétaires	-7,8	-5,9	-5,5	-6,4	-6,1	17,1
Provisions techniques d'assurance	39,6	41,2	39,0	39,8	43,2	1 670,0
Actifs nets résiduels	32,9	20,9	23,3	-2,9	-14,6	71,7
<b>Financements</b>						
Crédits	21,7	26,7	22,9	23,1	23,8	1 184,9
<b>Réévaluation des actifs financiers et autres flux</b>						
Actions et autres participations	93,8	114,5	96,2	94,8	122,4	
Provisions techniques d'assurance	20,0	22,5	17,3	22,0	27,9	
Autres flux	7,6	2,2	1,1	6,0	5,8	
<b>Variation de la valeur financière nette</b>	<b>222,6</b>	<b>218,5</b>	<b>190,4</b>	<b>163,0</b>	<b>185,2</b>	

#### Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



#### Flux de placements financiers et de financements

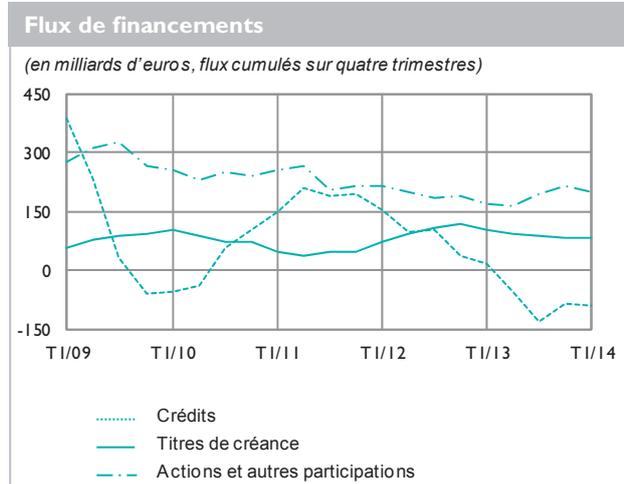
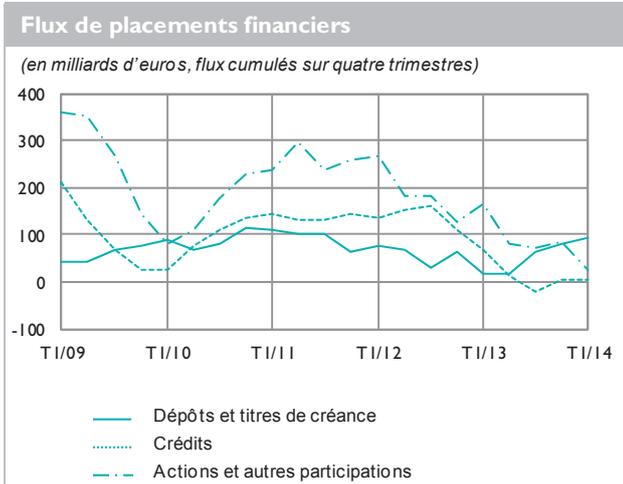
(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Figure 20  
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2013				2014	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	46,1	50,0	97,5	124,0	102,5	2 116,8
<i>dont dépôts inclus dans M3 <sup>a)</sup></i>	75,9	76,1	86,7	102,1	91,6	1 729,0
Titres de créance	-29,1	-35,5	-33,2	-42,9	-11,2	330,2
Crédits	65,9	10,5	-21,4	2,0	4,3	3 125,0
Actions et autres participations	166,8	81,0	70,9	82,8	24,4	9 152,3
Provisions techniques d'assurance	4,5	4,1	4,3	2,8	3,2	177,8
Actifs nets résiduels	5,5	80,6	45,9	76,3	114,4	321,1
<b>Financements</b>						
Endettement	119,9	35,6	-43,0	-0,8	-5,1	10 039,5
Crédits	13,7	-57,6	-132,6	-87,3	-91,9	8 565,3
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	-115,1	-157,4	-165,7	-133,2	-137,0	4 336,8
Titres de créance	102,2	89,5	86,2	83,1	82,8	1 120,3
Réserves de fonds de pension	4,0	3,7	3,3	3,4	4,0	353,9
Actions et autres participations	165,5	160,4	193,4	215,6	196,7	15 495,6
<i>Actions cotées</i>	10,8	20,9	22,8	30,6	56,6	4 672,8
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	154,7	139,5	170,5	185,0	140,2	10 822,7
<b>Solde des créances et dettes (B9B)</b>	<b>-25,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>13,6</b>	<b>30,1</b>	<b>46,0</b>	



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales

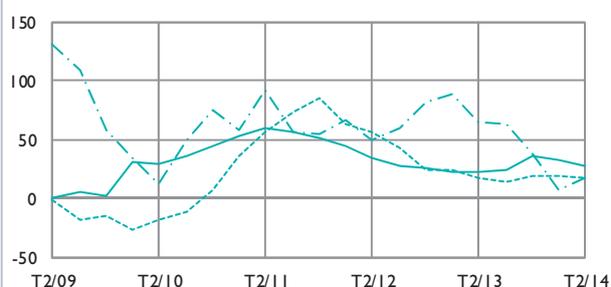
Figure 21  
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013			2014		2014
	T2	T3	T4	T1	T2	juin
<b>Placements financiers</b>						
Numéraire et dépôts	36,2	34,9	46,0	34,7	32,3	453,0
Titres de créance	-13,9	-10,7	-9,8	-1,7	-5,5	56,8
Crédits	16,1	14,0	19,3	18,8	16,8	1 108,1
Actions et autres participations	64,8	62,3	36,9	6,2	17,2	3 482,7
Provisions techniques d'assurance	0,6	0,5	0,2	0,1	-0,1	49,9
Actifs nets résiduels	-11,2	-32,2	-17,7	15,4	24,9	142,5
<b>Financements</b>						
Endettement	33,3	41,1	41,3	43,5	70,4	2 582,8
Crédits	11,8	15,6	24,4	15,4	18,8	2 037,4
Titres de créance	21,5	25,5	16,9	28,1	51,5	545,4
Actions et autres participations	70,8	74,8	68,4	68,2	74,9	5 006,9
Actions cotées	11,6	11,7	9,7	12,6	15,9	1 433,3
Actions non cotées et autres participations	59,2	63,1	58,7	55,6	59,0	3 573,6
<b>Solde des créances et dettes (B9B)</b>	<b>-11,6</b>	<b>-47,0</b>	<b>-34,9</b>	<b>-38,2</b>	<b>-59,5</b>	

#### Flux de placements financiers

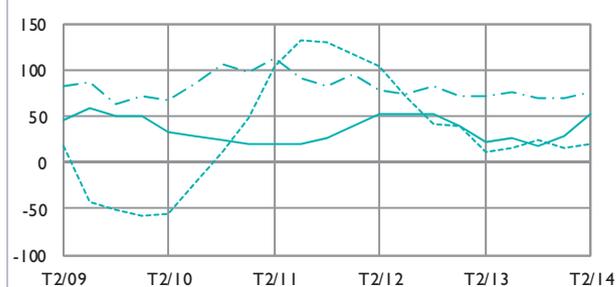
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



— Dépôts et titres de créance  
 ..... Crédits  
 - . - Actions et autres participations

#### Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



..... Crédits  
 — Titres de créance  
 - . - Actions et autres participations

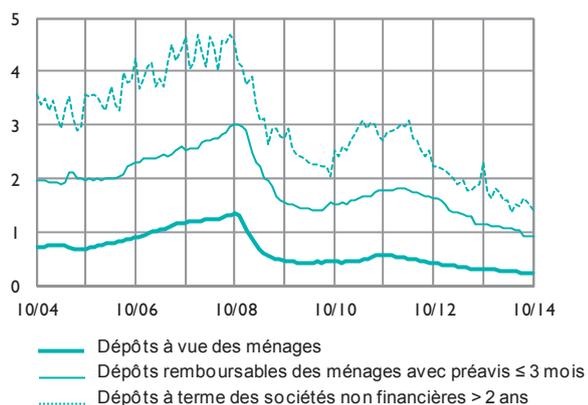
Figure 22  
Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2012	2013	2013	2014				
	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,39	0,29	0,29	0,27	0,24	0,24	0,23	0,22
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,59	1,11	1,13	1,04	1,01	0,93	0,92	0,91
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,16	1,63	2,28	1,52	1,49	1,63	1,53	1,40
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00
Livrets à taux réglemés	2,26	1,29	1,29	1,28	1,28	1,05	1,06	1,05
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,26	1,97	2,04	1,92	1,91	1,88	1,94	1,95
Dépôts à terme > 2 ans	3,01	2,91	2,92	2,89	2,83	2,84	2,87	2,81

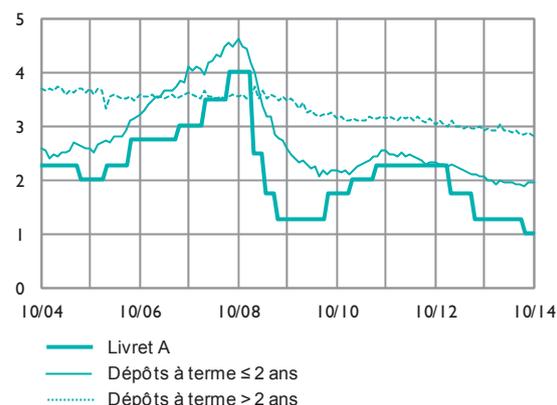
**Zone euro**

(taux mensuels moyens en %)



**France**

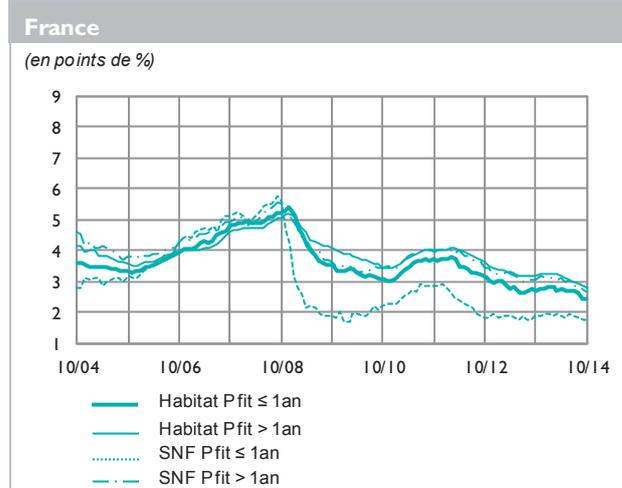
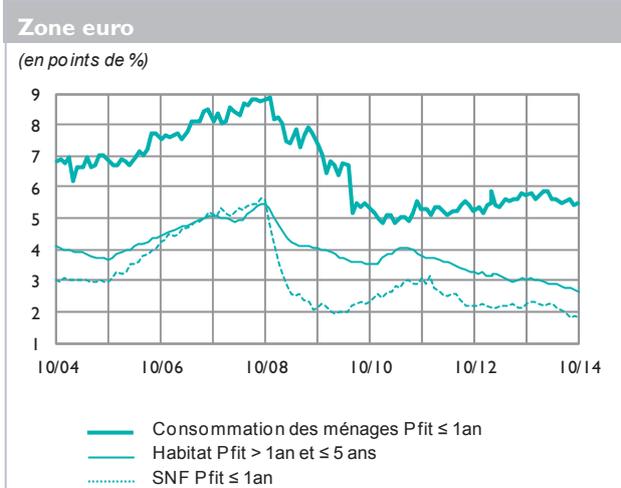
(taux mensuels moyens en %)



**Figure 23**  
Taux d'intérêt des crédits bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2013		2014									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an <sup>a)</sup>	5,81	5,63	5,73	5,87	5,83	5,61	5,64	5,47	5,57	5,58	5,39	5,48
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans <sup>a)</sup>	3,06	3,00	3,01	2,95	2,90	2,91	2,87	2,85	2,75	2,74	2,69	2,63
<b>SNF &gt; EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an <sup>a)</sup>	2,28	2,29	2,25	2,17	2,25	2,24	2,11	2,09	1,99	1,83	1,89	1,81
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>5,82</b>	<b>5,83</b>	<b>5,90</b>	<b>5,85</b>	<b>5,78</b>	<b>5,62</b>	<b>5,58</b>	<b>5,43</b>	<b>5,25</b>	<b>5,35</b>	<b>5,21</b>	<b>5,02</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an <sup>a)</sup>	2,74	2,71	2,81	2,81	2,70	2,76	2,67	2,68	2,65	2,62	2,42	2,40
Pfit > 1 an <sup>a)</sup>	3,21	3,21	3,23	3,22	3,21	3,17	3,12	3,05	2,96	2,89	2,85	2,77
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an <sup>a)</sup>	1,87	1,95	1,92	1,87	1,96	1,87	1,80	1,94	1,85	1,83	1,76	1,75
Pfit > 1 an <sup>a)</sup>	3,13	3,07	3,09	3,07	3,06	3,08	3,00	3,03	2,86	2,86	2,71	2,66



a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

**Figure 24**  
Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1 <sup>er</sup> jour de la période indiquée	2014			
	janv.	avril	juil.	oct.
<b>Prêts aux particuliers entrant dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (prêts immobiliers)</b>				
Prêts à taux fixe	5,04	5,19	5,11	4,85
Prêts à taux variable	4,51	4,64	4,71	4,53
Prêts relais	5,23	5,39	5,27	5,19
<b>Prêts aux particuliers n'entrant pas dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (crédits de trésorerie)</b>				
Prêts d'un montant inférieur à 3 000 €	20,23	20,27	20,35	20,28
Prêts d'un montant compris entre 3 000 € et 6 000 €	15,12	15,09	14,81	14,59
Prêts d'un montant supérieur à 6 000 €	10,35	10,21	9,79	9,47

	2013		2014		
	juil.	oct.	janv.	avril	juil.
<b>Crédit aux entreprises</b>					
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	2,69	3,09	3,10	3,17	2,93
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,23	3,91	3,63	4,30	4,14
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	3,04	3,32	3,25	3,40	3,70
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,15	2,52	2,40	2,81	2,41
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,42	1,55	1,76	1,87	1,55
> 1 524 490 €	0,85	1,10	1,00	1,23	1,06
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	9,92	9,94	9,98	9,80	9,86
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,19	6,66	6,82	6,47	6,52
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	4,55	5,11	5,52	5,48	4,92
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	3,69	3,87	4,16	3,74	3,36
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,83	2,13	2,41	2,13	2,32
> 1 524 490 €	1,15	1,36	1,34	1,25	1,21
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	3,43	3,63	3,47	3,35	3,36
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,15	3,39	3,10	2,99	3,08
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,61	2,73	2,64	2,49	2,77
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,22	2,21	2,40	2,58	2,38
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,74	1,72	1,70	1,80	1,77
> 1 524 490 €	1,80	1,92	1,92	1,93	1,95
<b>Crédits à moyen et long termes</b>					
≤ 15 245 €	3,20	3,22	3,20	3,06	2,98
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,89	2,95	2,89	2,78	2,68
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,88	2,89	2,92	2,84	2,68
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,92	2,96	2,96	2,88	2,75
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,78	2,83	2,90	2,89	2,65
> 1 524 490 €	2,38	2,50	2,44	2,59	2,30

Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014

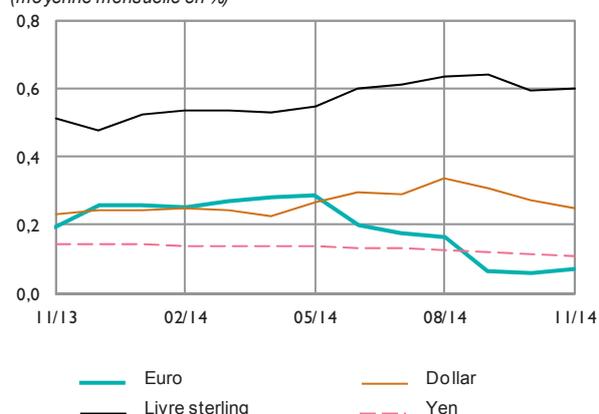
Figure 25  
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle <sup>a)</sup>										Taux directeurs au 09/12/14	
	2014											
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>0,05</b>
Au jour le jour	0,13	0,14	0,22	0,24	0,06	0,02	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	
À 3 mois	0,25	0,27	0,28	0,29	0,20	0,18	0,16	0,06	0,06	0,06	0,07	
À 1 an	0,54	0,55	0,57	0,54	0,48	0,49	0,47	0,36	0,34	0,34	0,40	
<b>Livre sterling</b>												<b>0,50</b>
Au jour le jour	0,45	0,44	0,44	0,44	0,44	0,45	0,46	0,48	0,49	0,49	0,47	
À 3 mois	0,53	0,54	0,53	0,55	0,60	0,61	0,64	0,64	0,59	0,60	0,60	
À 1 an	0,91	0,89	0,92	1,02	1,13	1,16	1,15	1,13	1,06	1,02	1,02	
<b>Dollar</b>												<b>0,25</b>
Au jour le jour	0,14	0,13	0,14	0,14	0,14	0,16	0,17	0,15	0,17	0,14	0,14	
À 3 mois	0,25	0,24	0,23	0,26	0,30	0,29	0,33	0,31	0,27	0,25	0,25	
À 1 an	0,57	0,56	0,55	0,60	0,63	0,64	0,67	0,70	0,63	0,63	0,63	
<b>Yen</b>												<b>0,10</b>
Au jour le jour	0,07	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04	
À 3 mois	0,14	0,14	0,14	0,14	0,13	0,13	0,13	0,12	0,11	0,11	0,11	
À 1 an	0,27	0,26	0,25	0,27	0,28	0,25	0,22	0,23	0,18	0,18	0,18	
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans <sup>b)</sup></b>												
France	2,25	2,15	2,03	1,84	1,71	1,56	1,41	1,35	1,26	1,14	1,14	
Allemagne	1,66	1,60	1,53	1,40	1,35	1,20	1,02	1,00	0,88	0,79	0,79	
Zone euro	3,09	2,89	2,61	2,55	2,28	2,16	1,99	1,85	1,69	1,62	1,62	
Royaume-Uni	2,75	2,73	2,68	2,63	2,70	2,64	2,46	2,49	2,23	2,13	2,13	
États-Unis	2,70	2,72	2,70	2,55	2,59	2,54	2,42	2,52	2,29	2,32	2,32	
Japon	0,60	0,62	0,62	0,60	0,59	0,54	0,51	0,54	0,49	0,47	0,47	

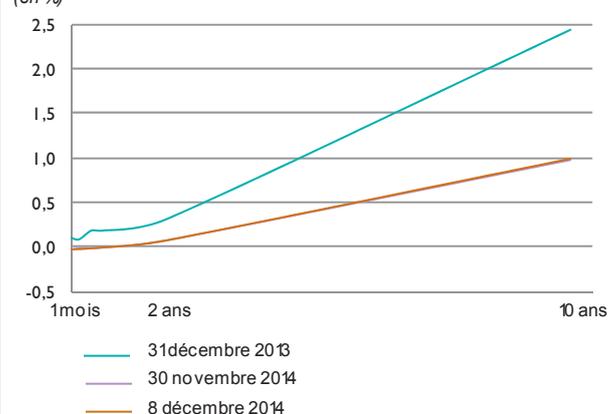
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Courbe des rendements des titres d'État – France

(en %)



a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises

b) Taux affichés par Reuters à 16h30

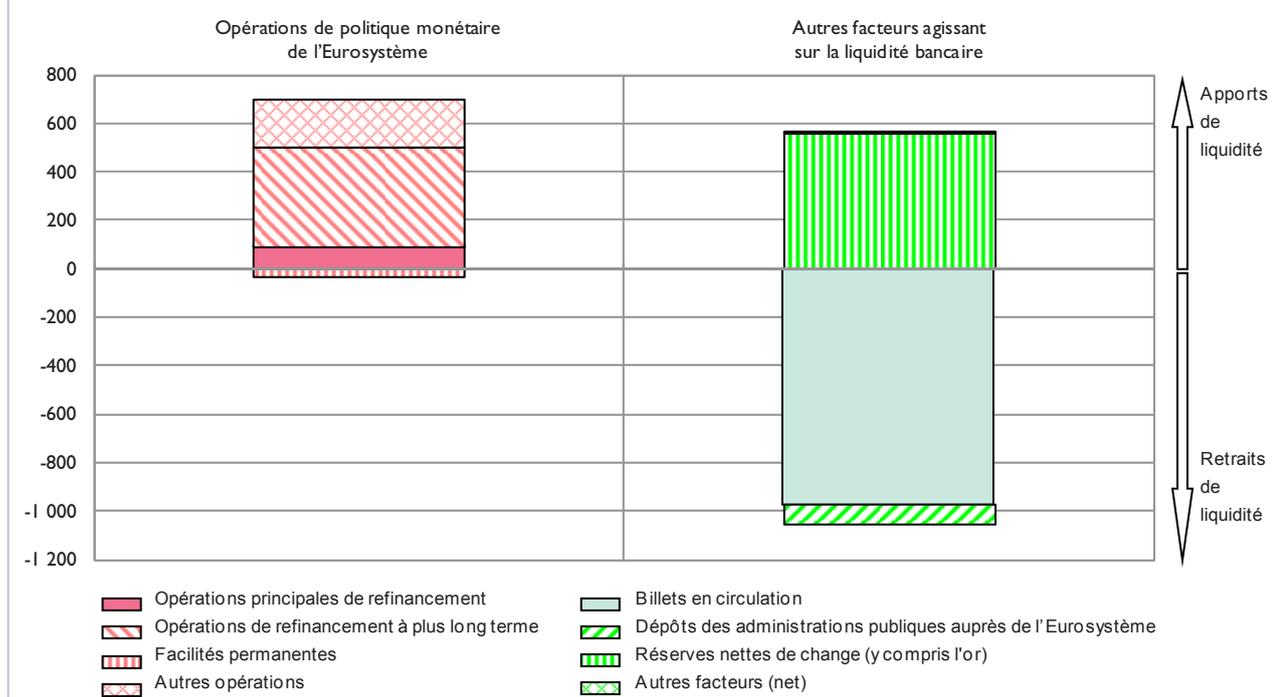
**Figure 26**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 8 octobre au 11 novembre 2014)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>701,2</b>	<b>31,0</b>	<b>670,3</b>
Opération principale de refinancement	95,2		95,2
Opération de refinancement à plus long terme	412,5		412,5
Facilités permanentes	0,3	31,0	-30,7
Autres opérations	193,3	0,0	193,3
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>567,7</b>	<b>1 049,7</b>	<b>-482,0</b>
Billets en circulation		973,6	-973,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		76,1	-76,1
Réserves nettes de change (y compris l'or)	562,0		562,0
Autres facteurs (net)	5,7		5,7
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>188,3</b>
dont réserves obligatoires			105,7

**Contribution nette à la liquidité du système bancaire**

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 8 octobre au 11 novembre 2014)



**Figure 27**  
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilités permanentes			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/11/2013	13/11/2013	0,25	07/11/2013	13/11/2013	0,00	0,75
05/06/2014	11/06/2014	0,15	05/06/2014	11/06/2014	-0,10	0,40
04/09/2014	10/09/2014	0,05	04/09/2014	10/09/2014	-0,20	0,30

(en %)

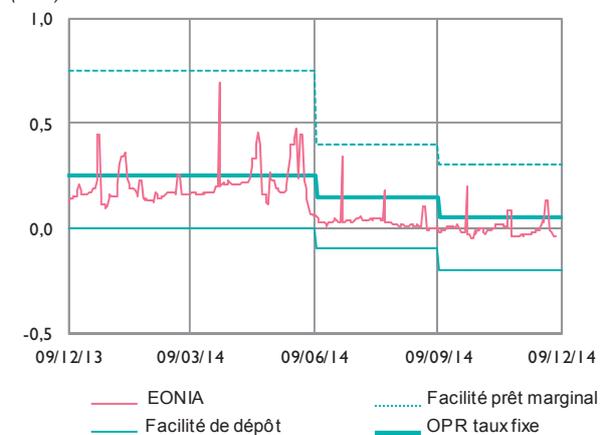
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2014	29 octobre <sup>a)</sup>	0,05	0,05	2014	2 décembre	0,05
	5 novembre	0,05	0,05		3 décembre	0,05
	12 novembre	0,05	0,05		4 décembre	0,05
	19 novembre	0,05	0,05		5 décembre	0,05
	26 novembre	0,05	0,05		8 décembre	0,05
	3 décembre	0,05	0,05		9 décembre	0,05

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2014	13 mai	103,50	20,00	191,20	34,70	87,70	14,60	0,25
	10 juin	103,90	20,00	192,30	36,10	88,30	16,00	0,25
	8 juillet	104,40	20,30	214,30	38,60	109,80	18,30	0,15
	12 août	105,00	20,10	210,20	43,30	105,20	23,10	0,15
	9 septembre	105,20	20,30	210,10	40,70	104,90	20,50	0,15
	7 octobre	105,30	20,10	192,60	35,00	87,30	14,90	0,05

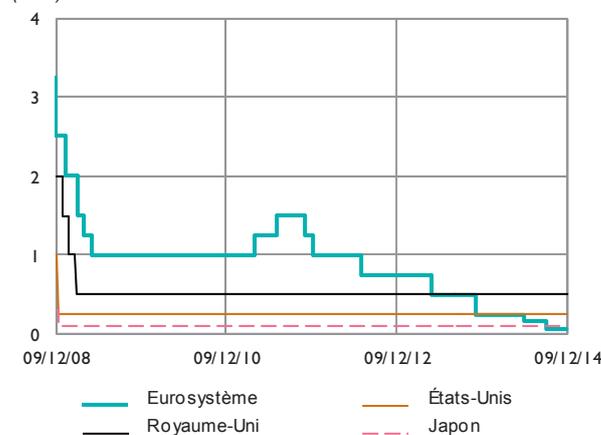
## Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA

(en %)



## Taux directeurs des banques centrales

(en %)



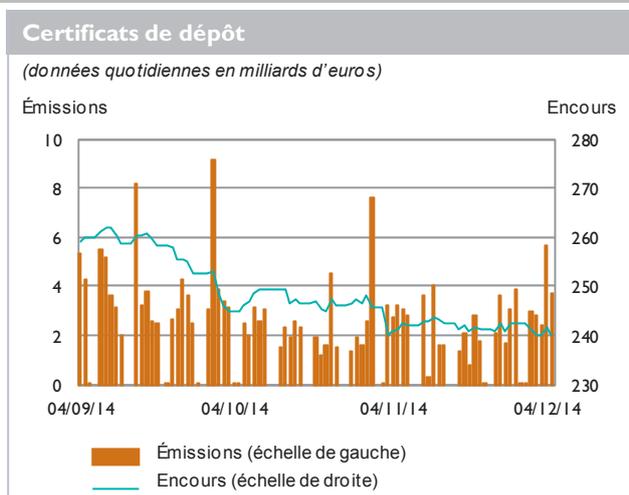
a) Appel d'offres à taux fixe

Sources : Banque centrale européenne, SEBC

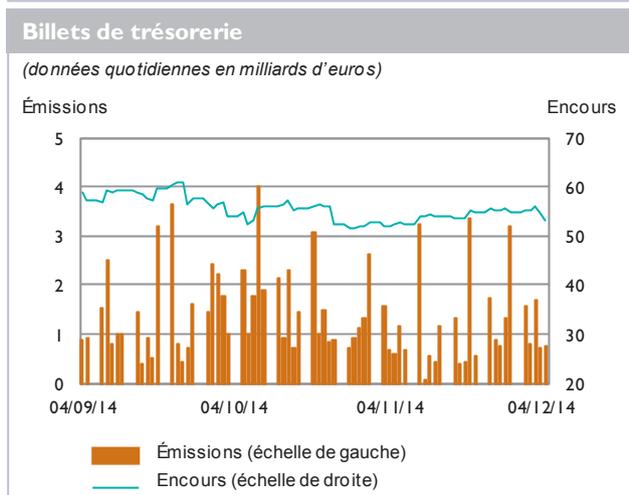
Réalisé le 10 décembre 2014

Figure 28  
Titres de créances négociables – France

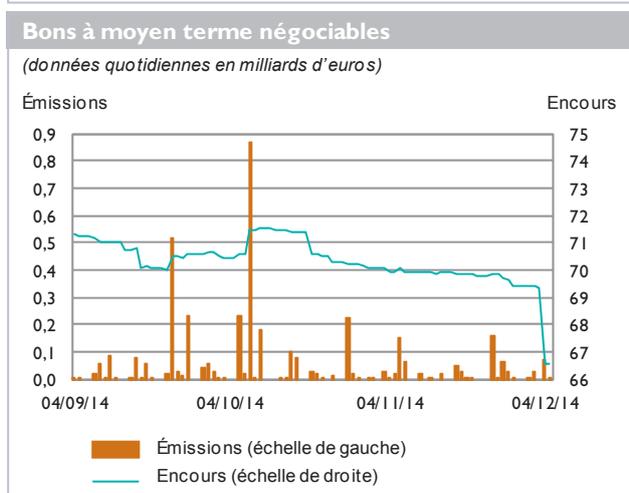
Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros <sup>a)</sup>		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/09/14 au 12/09/14	19,42	258,51	144
13/09/14 au 19/09/14	20,27	258,22	144
20/09/14 au 26/09/14	16,01	252,57	143
27/09/14 au 03/10/14	22,61	244,93	141
04/10/14 au 10/10/14	13,15	249,32	141
11/10/14 au 17/10/14	10,53	246,63	140
18/10/14 au 24/10/14	10,78	246,13	140
25/10/14 au 31/10/14	15,04	245,53	139
01/11/14 au 07/11/14	14,97	241,81	139
08/11/14 au 14/11/14	11,08	242,37	139
15/11/14 au 21/11/14	8,79	241,12	138
22/11/14 au 28/11/14	14,34	242,44	138
29/11/14 au 05/12/14	17,51	240,00	139



Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros <sup>a)</sup>		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/09/14 au 12/09/14	6,79	59,27	102
13/09/14 au 19/09/14	6,41	59,69	101
20/09/14 au 26/09/14	7,23	57,60	98
27/09/14 au 03/10/14	8,87	53,80	96
04/10/14 au 10/10/14	10,90	55,78	101
11/10/14 au 17/10/14	7,49	55,42	103
18/10/14 au 24/10/14	7,24	52,18	101
25/10/14 au 31/10/14	6,71	52,62	101
01/11/14 au 07/11/14	4,65	52,19	103
08/11/14 au 14/11/14	5,40	53,92	103
15/11/14 au 21/11/14	6,04	54,93	101
22/11/14 au 28/11/14	7,87	54,92	99
29/11/14 au 05/12/14	5,52	53,05	101



Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros <sup>a)</sup>		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/09/14 au 12/09/14	0,16	71,00	115
13/09/14 au 19/09/14	0,14	70,04	115
20/09/14 au 26/09/14	0,80	70,58	116
27/09/14 au 03/10/14	0,12	70,44	116
04/10/14 au 10/10/14	1,30	71,52	116
11/10/14 au 17/10/14	0,18	71,40	116
18/10/14 au 24/10/14	0,06	70,31	116
25/10/14 au 31/10/14	0,24	70,09	115
01/11/14 au 07/11/14	0,26	69,93	116
08/11/14 au 14/11/14	0,04	69,89	116
15/11/14 au 21/11/14	0,08	69,79	116
22/11/14 au 28/11/14	0,25	69,42	115
29/11/14 au 05/12/14	0,11	66,57	115



a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

**Figure 29**  
Titres de créances négociables – France

### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



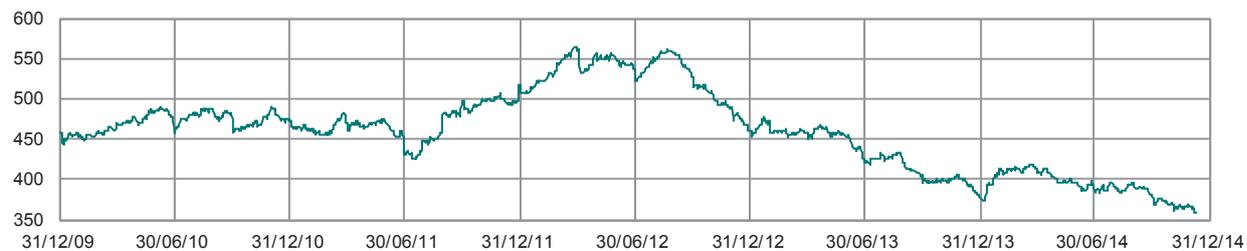
### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014

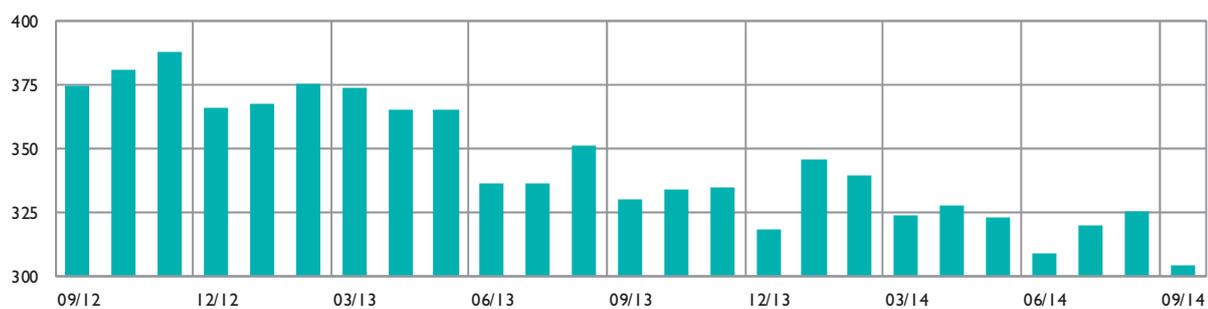
**Figure 30**  
**Titres d'OPC – France**

(en milliards d'euros)

	2013	2014		2014
	déc.	mars	juin	sept.
<b>Actif net des OPC par catégories</b>				
OPC monétaires	318,23	323,32	308,41	303,90
OPC obligations	207,92	220,76	228,87	
OPC actions	272,06	277,90	286,02	
OPC diversifiés	272,34	276,66	284,68	
OPC de fonds alternatifs	12,50	12,91	12,77	
OPC garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	43,04	41,57	38,10	

**Actif net des OPC monétaires**

(en milliards d'euros)



**Figure 3 I**  
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours <sup>a)</sup>		Émissions nettes <sup>b)</sup>			
	2013	2014	Cumul 12 mois	2014		
	oct. <sup>c)</sup>	oct. <sup>c)</sup>		août <sup>c)</sup>	sept. <sup>c)</sup>	oct. <sup>c)</sup>
<b>Titres de dette des résidents français</b>						
<b>Total</b>	<b>3 344,4</b>	<b>3 442,7</b>	<b>98,2</b>	<b>8,9</b>	<b>13,5</b>	<b>-16,2</b>
Sociétés non financières	498,3	549,8	51,5	2,9	1,2	3,3
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	41,5	50,3	8,8	0,7	-0,7	2,4
<i>long terme (&gt; 1 an)</i>	456,7	499,5	42,7	2,2	2,0	0,9
Administrations publiques	1 606,2	1 677,6	71,4	8,2	13,5	-12,5
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	208,3	206,5	-1,8	5,5	1,9	-12,7
<i>long terme (&gt; 1 an)</i>	1 397,9	1 471,2	73,2	2,8	11,6	0,2
Institutions financières monétaires <sup>d)</sup>	1 106,5	1 109,9	3,4	-1,7	1,2	-6,8
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	252,4	232,5	-19,9	-1,3	-5,0	-1,9
<i>long terme (&gt; 1 an) <sup>d)</sup></i>	854,1	877,3	23,3	-0,4	6,2	-4,9
Institutions financières non monétaires <sup>e)</sup>	133,4	105,4	-28,0	-0,6	-2,4	-0,3

(en milliards d'euros)

	Encours <sup>f)</sup>		Émissions nettes <sup>b)</sup>			Émissions brutes <sup>g)</sup>	Rachats <sup>g)</sup>
	2013	2014	Cumul 12 mois	2014		Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	oct.	oct.		sept.	oct.		
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 539,7</b>	<b>1 559,1</b>	<b>10,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>21,4</b>	<b>10,6</b>
Sociétés non financières	1 327,4	1 339,3	9,1	0,7	0,1	19,7	10,6
Institutions financières monétaires	145,0	150,3	1,2	0,2	0,0	1,2	0,0
Institutions financières non monétaires	67,3	69,5	0,5	0,1	-0,1	0,5	0,0

a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.

b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.

c) Données éventuellement révisées

d) Hors impact des opérations internes aux groupes bancaires

e) Y compris parts émises par les FCC

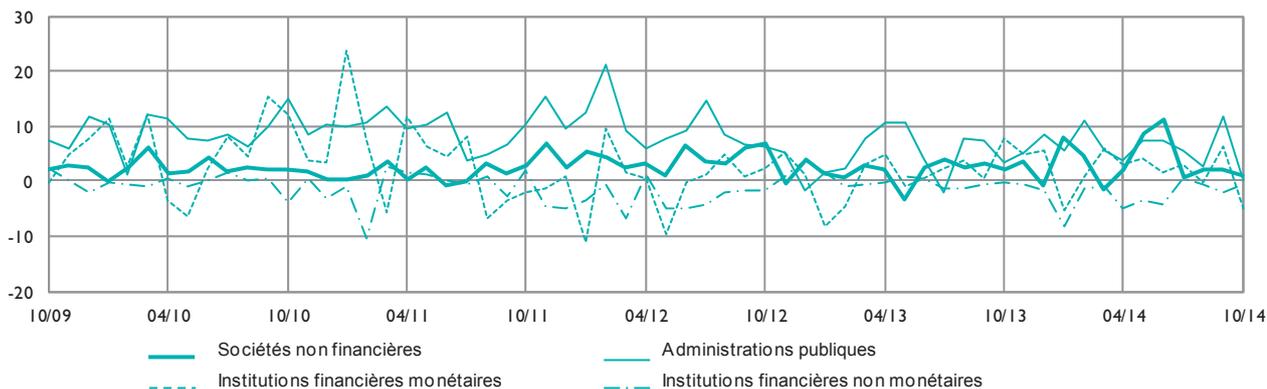
f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

g) Données non cvs

Figure 32  
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

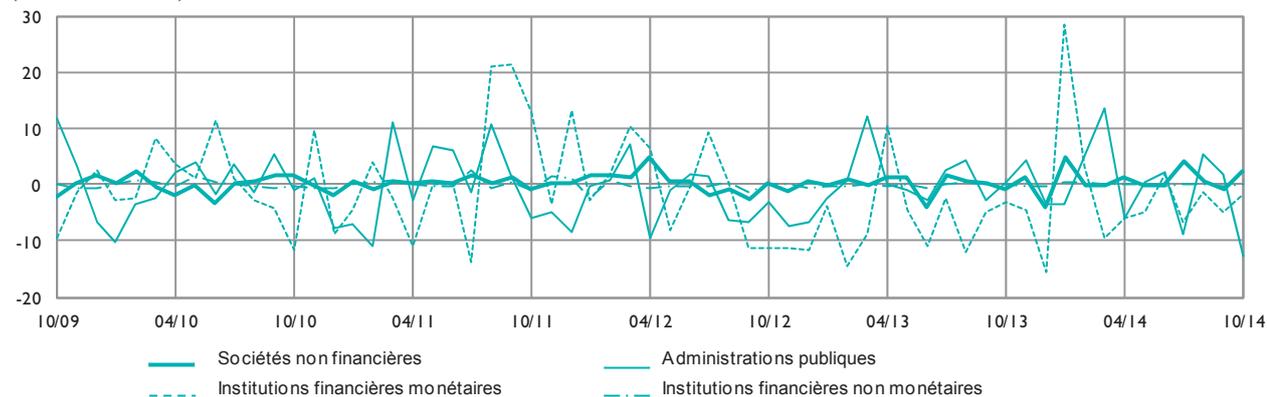
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)

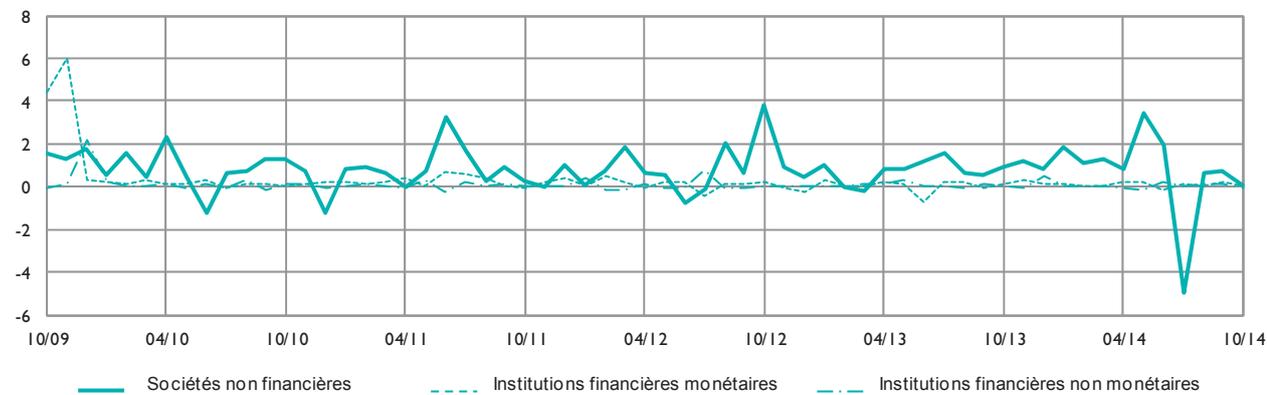


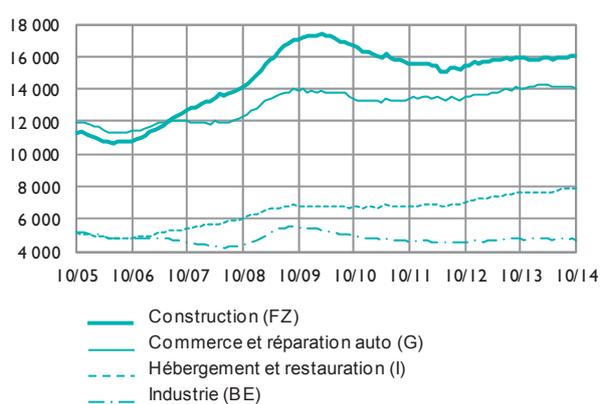
Figure 33  
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

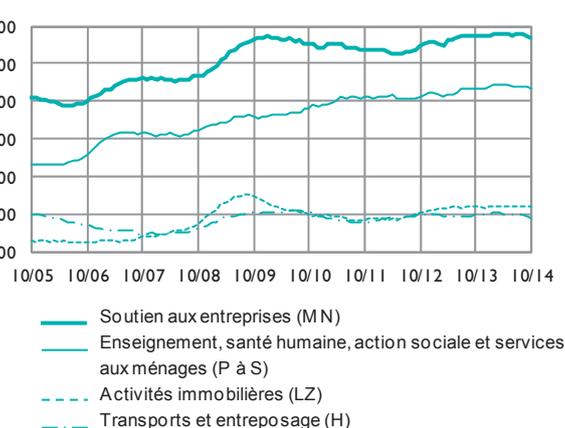
	2013			2014									
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 287	1 287	1 315	1 336	1 359	1 379	1 381	1 373	1 379	1 348	1 348	1 343	1 336
Industrie (BE)	4 755	4 736	4 750	4 758	4 772	4 750	4 767	4 718	4 750	4 756	4 733	4 769	4 729
Construction (FZ)	15 943	15 920	15 739	15 749	15 848	15 866	15 858	15 809	15 912	15 947	15 942	15 987	15 997
Commerce et réparation auto (G)	14 070	14 031	14 127	14 130	14 291	14 238	14 283	14 153	14 130	14 100	14 090	14 134	14 061
Transports et entreposage (H)	1 960	1 966	1 997	1 993	2 026	2 024	2 006	2 001	1 984	1 993	1 983	1 945	1 875
Hébergement et restauration (I)	7 603	7 586	7 576	7 565	7 623	7 608	7 677	7 669	7 760	7 811	7 840	7 855	7 860
Information et communication (JZ)	1 557	1 578	1 602	1 597	1 609	1 635	1 628	1 610	1 594	1 546	1 546	1 560	1 547
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 145	1 148	1 168	1 195	1 215	1 209	1 224	1 253	1 272	1 248	1 257	1 272	1 278
Activités immobilières (LZ)	2 180	2 173	2 155	2 175	2 208	2 184	2 184	2 198	2 201	2 220	2 214	2 218	2 219
Soutien aux entreprises (MN)	6 738	6 729	6 729	6 756	6 810	6 814	6 808	6 804	6 735	6 767	6 782	6 733	6 673
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 347	5 321	5 352	5 368	5 441	5 457	5 456	5 423	5 390	5 365	5 362	5 392	5 353
Secteur inconnu	93	88	88	90	99	106	110	107	105	110	114	114	120
<b>Total des secteurs</b>	<b>62 678</b>	<b>62 563</b>	<b>62 598</b>	<b>62 712</b>	<b>63 301</b>	<b>63 270</b>	<b>63 382</b>	<b>63 118</b>	<b>63 212</b>	<b>63 211</b>	<b>63 211</b>	<b>63 322</b>	<b>63 048</b>

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(en nombre d'entreprises, données brutes)



(en nombre d'entreprises, données brutes)



NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.  
Données provisoires sur le dernier mois

Figure 34  
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

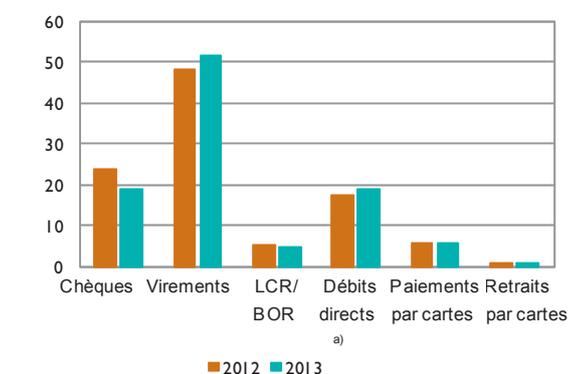
	2010	2011	2012	2013	2014			2014 Part
					sept.	oct.	nov.	
Chèques	5 590	5 478	4 947	3 986	3 404	3 789	3 484	17,2
Virements	8 865	9 646	10 167	10 827	10 581	10 958	10 958	54,1
dont virements SEPA	683	2 555	4 130	5 967	10 581	10 958	10 958	54,1
LCR/BOR	1 138	1 142	1 079	981	900	816	983	4,9
Prélèvements	1 827	1 938	2 004	2 048	1 824	2 066	1 749	8,6
TIP	133	130	131	129	193	291	163	0,8
Téléversements	1 141	1 343	1 491	1 766	2 089	2 092	1 527	7,5
Paievements par cartes	1 009	1 085	1 152	1 200	1 205	1 159	1 233	6,1
Retraits par cartes	140	145	146	147	150	138	143	0,7
<b>Total</b>	<b>19 844</b>	<b>20 907</b>	<b>21 116</b>	<b>21 085</b>	<b>20 346</b>	<b>21 308</b>	<b>20 240</b>	<b>100,0</b>

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2010	2011	2012	2013	2014			2014 Part
					sept.	oct.	nov.	
Chèques	9 507	9 112	8 588	8 040	7 128	7 749	7 437	13,8
Virements	7 356	7 549	7 593	7 722	7 638	7 847	7 940	14,7
dont virements SEPA	270	1 400	2 154	3 641	7 638	7 847	7 940	14,7
LCR/BOR	311	303	291	281	243	255	291	0,5
Prélèvements	8 194	8 502	8 680	8 737	8 197	9 297	8 168	15,1
TIP	364	342	320	301	307	479	320	0,6
Téléversements	66	76	101	127	135	251	169	0,3
Paievements par cartes	21 505	22 969	24 489	25 868	27 017	25 984	27 355	50,6
Retraits par cartes	2 375	2 422	2 407	2 397	2 463	2 266	2 328	4,3
<b>Total</b>	<b>49 677</b>	<b>51 275</b>	<b>52 469</b>	<b>53 472</b>	<b>53 129</b>	<b>54 128</b>	<b>54 009</b>	<b>100,0</b>

Évolution des parts de marché des principaux  
moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les téléversements

Évolution des parts de marché des principaux  
moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)

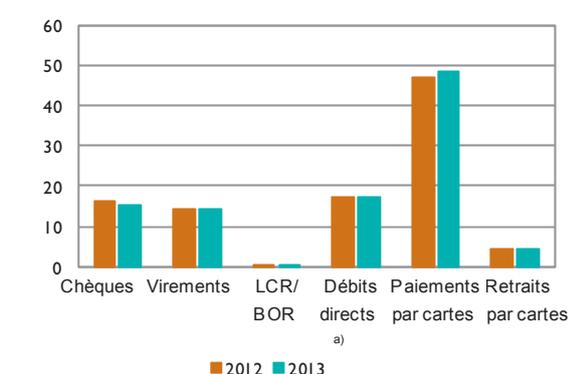


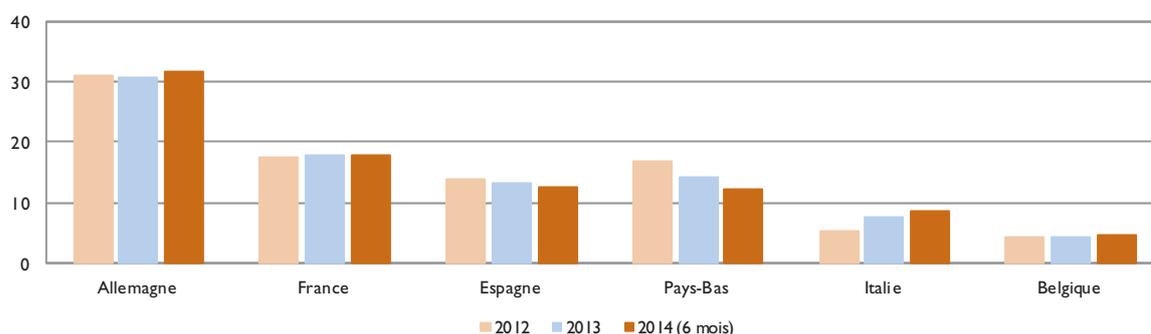
Figure 35  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					sept.	oct.	nov.	Part
France	365	398	431	343	339	329	310	17,2
Allemagne	829	818	764	594	607	589	598	33,2
Autriche	27	27	25	21	29	31	28	1,5
Belgique	95	106	104	84	82	82	79	4,4
Chypre	2	2	3	1	1	0	0	0,0
Espagne	342	367	345	255	231	256	227	12,6
Estonie	–	1	1	1	1	1	1	0,0
Finlande	35	47	85	39	45	42	37	2,1
Grèce	28	23	20	34	21	22	20	1,1
Irlande	30	21	17	15	14	13	14	0,8
Italie	129	129	128	147	146	152	139	7,7
Lettonie	–	–	–	–	1	1	1	0,1
Luxembourg	40	57	70	67	63	71	72	4,0
Malte	0	0	1	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas <sup>a)</sup>	300	308	412	272	223	214	209	11,6
Portugal	20	22	14	11	10	10	9	0,5
Slovaquie	3	3	3	2	2	3	3	0,1
Slovénie	2	2	3	2	5	3	2	0,1
EPM-BCE	37	36	35	29	38	39	38	2,1
<b>Total TARGET2 zone euro <sup>b)</sup></b>	<b>2 283</b>	<b>2 368</b>	<b>2 462</b>	<b>1 918</b>	<b>1 858</b>	<b>1 859</b>	<b>1 789</b>	<b>99,3</b>
Hors zone euro	16	17	15	17	14	13	13	0,7
<b>Total TARGET2 Union européenne <sup>b)</sup></b>	<b>2 299</b>	<b>2 385</b>	<b>2 477</b>	<b>1 935</b>	<b>1 873</b>	<b>1 872</b>	<b>1 803</b>	<b>100,0</b>
<b>Euro I <sup>c)</sup></b>	<b>241</b>	<b>249</b>	<b>226</b>	<b>191</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>nd</b>	

Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des capitaux échangés)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

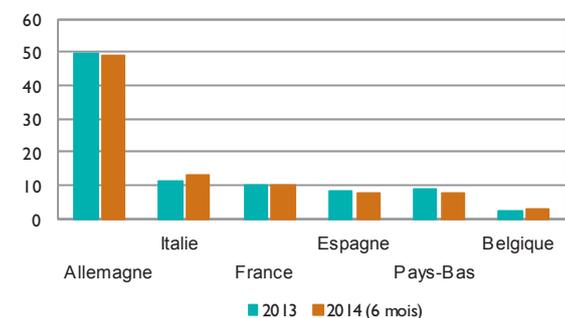
Figure 36  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					sept.	oct.	nov.	Part
France	31 850	34 139	33 830	35 753	34 649	36 387	34 602	10,0
Allemagne	173 218	172 884	175 611	179 655	165 840	164 836	168 696	49,0
Autriche	5 266	6 294	6 711	4 719	4 424	4 392	4 429	1,3
Belgique	9 454	10 265	9 955	9 322	10 337	9 695	9 325	2,7
Chypre	466	515	613	872	499	504	481	0,1
Espagne	29 195	29 509	29 760	30 105	26 757	28 704	28 870	8,4
Estonie	–	329	360	417	486	549	971	0,3
Finlande	1 589	1 571	1 611	1 596	1 690	1 631	1 623	0,5
Grèce	5 904	5 861	4 335	4 292	3 416	3 479	3 361	1,0
Irlande	4 961	4 376	4 012	3 589	3 575	3 554	3 667	1,1
Italie	33 649	33 643	34 837	40 711	42 258	45 426	43 356	12,6
Lettonie	–	–	–	–	1 386	1 369	1 800	0,5
Luxembourg	3 033	3 229	3 509	4 398	4 497	5 009	5 124	1,5
Malte	65	72	157	236	199	205	209	0,1
Pays-Bas <sup>a)</sup>	33 304	32 490	33 144	31 300	22 623	23 008	22 778	6,6
Portugal	4 206	4 165	4 166	4 276	4 466	4 662	4 425	1,3
Slovaquie	582	730	1 090	1 255	884	932	969	0,3
Slovénie	3 023	3 039	2 786	2 697	2 763	2 725	2 851	0,8
EPM-BCE	333	379	553	590	672	677	667	0,2
<b>Total TARGET2 zone euro<sup>b)</sup></b>	<b>340 099</b>	<b>343 488</b>	<b>347 040</b>	<b>355 785</b>	<b>331 419</b>	<b>337 743</b>	<b>338 205</b>	<b>98,2</b>
Hors zone euro	3 281	5 017	7 145	7 313	6 007	6 184	6 158	1,8
<b>Total TARGET2 Union européenne<sup>b)</sup></b>	<b>343 380</b>	<b>348 505</b>	<b>354 185</b>	<b>363 099</b>	<b>337 426</b>	<b>343 926</b>	<b>344 363</b>	<b>100,0</b>
<b>Euro I<sup>c)</sup></b>	<b>343 380</b>	<b>348 505</b>	<b>354 185</b>	<b>363 099</b>	<b>219 326</b>	<b>217 719</b>	<b>nd</b>	

Parts de marché de chaque place  
dans le système TARGET2 de l'Union européenne

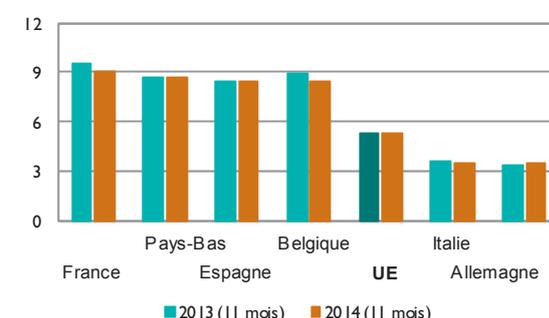
(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération

dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

Figure 37  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					sept.	oct.	nov.	Part
<b>Garanties mobilisées dans TARGET domestique France <sup>b)</sup></b>								
Titres français négociables	105,7	81,6	127,4	109,8	63,3	62,8	43,9	16,7
Créances privées	149,8	146,4	189,9	180,7	134,6	137,0	139,6	53,1
Titres mobilisés via le CCBM	76,9	60,5	53,7	63,7	70,4	72,7	75,9	28,9
Autres titres étrangers <sup>c)</sup>	5,9	3,5	2,7	3,4	5,2	5,0	3,5	1,3
<b>Total</b>	<b>338,3</b>	<b>292,0</b>	<b>373,8</b>	<b>357,6</b>	<b>273,5</b>	<b>277,5</b>	<b>262,9</b>	<b>100,0</b>

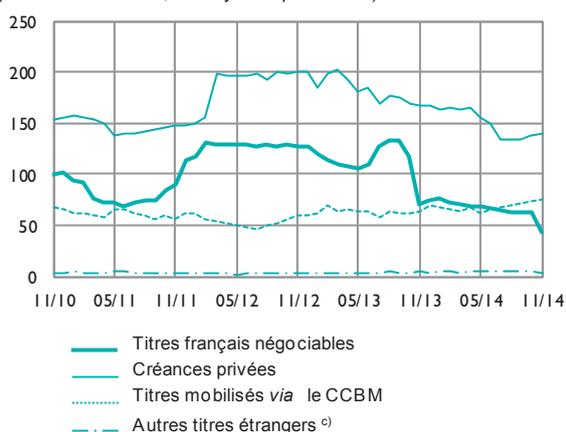
Évolution mensuelle des capitaux échangés <sup>a)</sup>

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

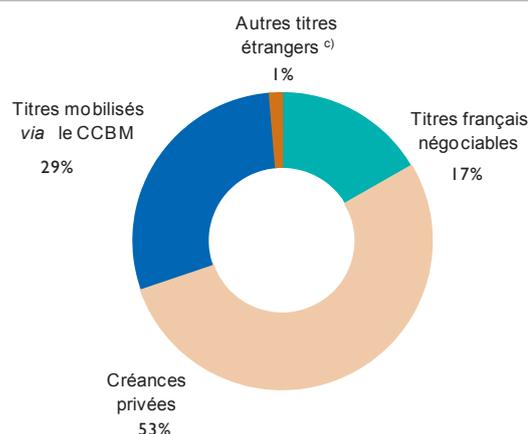


Évolution mensuelle des garanties mobilisées <sup>b)</sup>

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en novembre 2014 <sup>b)</sup>



a) Depuis le 18 février 2008, les systèmes TBF (composante française de TARGET) et PNS ont laissé place à TARGET2-Banque de France, seul système de paiement de montant élevé français.

b) Jusqu'au 15 février 2008, les montants indiqués représentaient les garanties effectivement mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF. Depuis la mise en place de 3G (Gestion Globale des Garanties) et de TARGET2-Banque de France le 18 février 2008, les montants indiqués représentent le collatéral déposé dans un « pool » d'actifs mobilisables pour les opérations de politique monétaire et/ou de crédit intrajournalier.

c) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Source : Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2014



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie présentée par L. Buldorini *et alii*<sup>1</sup>. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1995 à 2009. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 24 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, de la Corée du Sud, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Islande, de l'Italie, du Japon, du Luxembourg, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Pays-Bas, du Portugal, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède), de l'Afrique du Sud, de l'Algérie, de l'Argentine, de l'Australie, du Brésil, du Canada, du Chili, de la Chine, de la Corée du Sud, des États-Unis, de Hong Kong, de l'Inde, de l'Indonésie, de l'Islande, d'Israël, du Japon, de la Malaisie, du Maroc, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Philippines, de Singapour, de la Suisse, de Taïwan, de la Thaïlande, de la Turquie et du Venezuela.

### I | 2 La balance des paiements

#### Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents au cours d'une période donnée. Elle est présentée conformément aux prescriptions internationales du 6<sup>e</sup> *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI)<sup>2</sup>. Elle alimente le compte du « Reste du monde » de la comptabilité nationale.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur centre d'intérêt économique prédominant en France, quelle que soit leur nationalité – à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France –, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Les **non-résidents** sont les personnes physiques étrangères ou françaises qui vivent habituellement à l'étranger – c'est-à-dire qui y ont leur installation effective, à l'exception des représentations françaises et des fonctionnaires français en poste à l'étranger –, ainsi que les personnes morales étrangères ou françaises, pour leurs établissements à l'étranger, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée à l'étranger par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit la forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la

<sup>1</sup> Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf>)

<sup>2</sup> L'acronyme anglais « BPM6 », pour « Balance of Payments Manual – 6th version », est également utilisé.

principauté de Monaco, les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, La Réunion et Mayotte), les collectivités d'outre-mer de Saint-Barthélemy, Saint-Martin et Saint-Pierre-et-Miquelon<sup>3</sup>. Tous les autres pays, territoires et institutions constituent «l'étranger» ou le «reste du monde».

### Mode d'enregistrement

Par convention, on affecte un signe positif à toute transaction courante, à l'exception des acquisitions effectuées pour le négoce qui sont enregistrées avec un signe négatif (dans ce cas particulier, la valeur des biens acquis par un négociant n'est pas comptabilisée comme une importation ; elle est déduite de la valeur de l'exportation qui, elle, est représentative de la revente ; c'est ainsi une exportation nette de la valeur d'acquisition qui est enregistrée).

S'agissant du «haut de balance», constitué des transactions courantes, un solde (crédit moins débit)

positif indique un excédent des recettes sur les dépenses et donc des entrées de capitaux. S'agissant du «bas de balance», constitué des opérations en avoirs et en engagements du compte financier, un chiffre positif reflète une augmentation des avoirs ou des engagements, tandis qu'un chiffre négatif représente une diminution des avoirs ou des engagements. Un solde positif des flux du compte financier représente donc un accroissement des créances (avoirs) nettes de la France et un solde négatif une réduction de ces créances (avoirs) nettes. Une augmentation simultanée, pour le même montant, des avoirs et des engagements, ne modifie pas le solde du compte financier.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée et à partir d'estimations pour un certain nombre de postes, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles sont publiées environ 85 jours après la fin du

### Illustration du mode d'enregistrement de la balance des paiements

		+	-
<b>Transactions courantes</b>	<b>Crédit</b>	<b>Recette</b> (par exemple : exportation, réception d'un dividende ou d'une prestation)	<b>Dépense</b> (acquisition de biens lors d'une transaction de négoce)
	<b>Débit</b>	<b>Dépense</b> (par exemple : importation, envoi de fonds)	
	<b>Solde</b>	<b>Excédent</b>	<b>Déficit</b>

<b>Compte financier</b>	<b>Avoirs</b>	<b>Augmentation des avoirs</b> (par exemple, un investissement direct à l'étranger représente la constitution d'un actif sur l'étranger)	<b>Diminution des avoirs</b> (par exemple, une cession de bons du Trésor américain par un résident constitue une diminution de créance sur les États-Unis)
	<b>Engagements</b>	<b>Augmentation des engagements</b> (par exemple un emprunt auprès de banques étrangères constitue une augmentation des engagements vis-à-vis de l'étranger) <sup>a)</sup>	<b>Diminution des engagements</b> (par exemple, l'amortissement d'obligations d'État françaises détenues par des non-résidents est une opération de remboursement se traduisant par une réduction de la dette publique vis-à-vis de l'étranger, donc des engagements) <sup>b)</sup>
	<b>Net</b>	<b>Accroissement des avoirs nets de la France</b>	<b>Diminution des avoirs nets de la France</b>

a) Cette opération a pour contrepartie immédiate l'augmentation des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe positif, mais dans les avoirs).

b) En contrepartie, il se produit une diminution des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe négatif, mais dans les avoirs).

■ Entrée de capitaux

■ Sortie de capitaux

<sup>3</sup> Les autres collectivités d'outre-mer (Polynésie française, Wallis et Futuna) et la Nouvelle-Calédonie, qui ne sont juridiquement pas membres de l'Union européenne ou de la zone euro, sont exclues du champ statistique de la balance des paiements de la France. Les deux principales de ces collectivités, la Polynésie française et la Nouvelle-Calédonie, disposent par ailleurs de leur propre balance des paiements réalisée par l'Institut d'émission d'outre-mer.

trimestre de référence ; fondées sur des collectes plus complètes, elles permettent d'améliorer la qualité des données et de fournir une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en juin, concernent habituellement non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont qualifiés de provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

### Secteurs institutionnels

Dans certaines parties de la balance des paiements – les revenus secondaires, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » –, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur institutionnel auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- la [Banque de France](#) ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires](#) (IFM) hors banque centrale, comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire <sup>4</sup> et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts (ou de proches substituts de dépôts) de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Cette catégorie comprend également les institutions monétaires électroniques, c'est-à-dire celles qui pratiquent l'intermédiation financière principalement par l'émission de monnaie électronique. La Caisse des dépôts et consignations, les organismes de placement collectif <sup>5</sup> monétaires, les sociétés de financement et la Caisse nationale d'épargne sont aussi inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les autres sociétés financières (sociétés d'assurance, entreprises d'investissement, organismes de placement collectif – sauf les OPC monétaires qui sont classés parmi les institutions financières monétaires), les entreprises industrielles et commerciales, les ménages et entrepreneurs individuels, et les institutions sans but lucratif au service des ménages (associations, fondations...), fréquemment désignées sous le sigle ISBLSM.

### Les principales composantes de la balance des paiements

Définies par le 6<sup>e</sup> *Manuel de balance des paiements* du FMI, les composantes de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un système simple de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations ou d'enquêtes provenant de sources différentes. Les erreurs et omissions traduisent les décalages statistiques issus d'incertitudes dans les taux de couverture de certaines collectes, de décalages de période, de différences de méthode... Sur moyenne période, les erreurs et omissions tendent à s'annuler.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les flux de biens, services, revenus primaires et revenus secondaires entre la France et le reste du monde. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et Droits indirects, retraitées pour être en conformité avec la méthodologie de la balance des paiements <sup>6</sup>, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, ce qui constitue les marchandises générales, et le négoce international.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports – ventilés

<sup>4</sup> Les établissements de crédit sont définis comme les entreprises dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts (ou d'autres fonds remboursables) et à octroyer des crédits pour leur propre compte (article 4 du règlement UE n° 575/2013 du 26 juin 2013).

<sup>5</sup> Désignés ci-après par le sigle OPC.

<sup>6</sup> Les données douanières sont publiés en CAF/FAB : les importations incluent le coût des assurances et du fret (« CAF »), tandis que les exportations sont mesurées à leur valeur au passage de la frontière (« franco à bord »). Il faut effectuer un retraitement pour obtenir des données FAB/FAB – conformes à la méthodologie de la balance des paiements –, retraitement qui reventile les coûts d'assurance et de fret dans les services correspondants.

entre les transports maritimes, aériens et les autres transports –, les services de construction, les services d'assurance et de pension, les services financiers, les commissions pour usage de propriété intellectuelle, les services de télécommunication, d'informatique et d'information, les autres services aux entreprises (services de recherche et développement, services de conseil en gestion, services techniques...), ainsi que les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs.

Les **voyages** constituent un poste particulier au sein des services, étant définis non par la nature économique de l'échange, mais par les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages.

Les **revenus primaires** représentent les flux qui reviennent aux agents économiques pour leur participation au processus de production (« rémunérations des salariés »), pour la fourniture d'actifs financiers (« revenus des investissements ») ou pour la location de ressources naturelles (« loyers »). Les impôts et subventions sur les produits et la production sont également inclus dans les revenus primaires.

Les **rémunérations des salariés** comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement, ainsi que les cotisations sociales employeurs et employés. Les **revenus des investissements** correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent : revenus des investissements directs,

revenus des investissements de portefeuille, revenus des autres investissements et revenus des avoirs de réserve (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier).

Les **revenus secondaires** représentent les transactions entre résidents et non-résidents qui ne font pas intervenir le transfert de propriété d'un actif fixe ou le transfert de fonds lié à l'acquisition d'un actif fixe. Ils sont ventilés par secteur institutionnel.

Les **revenus secondaires des administrations publiques** comprennent notamment les versements au titre de la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non-résidents et à leurs ayant-droits, ainsi que les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du Fonds européen agricole pour le développement rural (FEADER), qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les **revenus secondaires des autres secteurs** regroupent deux rubriques, les *transferts personnels*, qui comprennent principalement les envois de fonds des travailleurs, et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs correspondent aux montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. Les *autres opérations* comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les primes et indemnités d'assurance, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le **compte de capital** regroupe les transferts en capital, c'est-à-dire les opérations qui donnent lieu au transfert de propriété d'un actif fixe ou à la remise d'un engagement par le créancier sans que rien ne soit reçu en échange – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement – ainsi que les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits <sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Cette catégorie correspond aux ressources naturelles (terrains, droits d'exploitation du sous-sol, des eaux, des forêts...), aux contrats, baux et licences, ainsi qu'aux actifs de commercialisation (marques et modèles déposés, logos, noms de domaine...).

Le **compte financier** est décomposé en plusieurs rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, instruments financiers dérivés, « autres investissements » et avoirs de réserve. Les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Les **investissements directs** recouvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir ou de liquider une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle. Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote – ou, à défaut, 10 % du capital social – d'une entreprise « investie ».

L'investissement direct met en relation des entités apparentées, c'est-à-dire :

- une entité « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des opérations entre établissements de crédit et intermédiaires financiers affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont présentés selon le **principe directionnel étendu**. Dans cette présentation alternative, les prêts entre sociétés appartenant à un même groupe international ne sont pas classés en fonction du sens du prêt, mais d'après la résidence de la tête de groupe. Le terme « principe directionnel »

se réfère à l'incidence de cette méthode sur le « sens du prêt » et le terme « étendu » signale que le principe directionnel vaut à la fois pour les relations classiques mère-filiale et pour les relations entre sociétés sans lien direct en capital mais appartenant au même groupe (« sociétés sœurs »). Cette méthode, qui aboutit à ce que les montants de flux et d'encours de prêts transfrontières croisés au sein d'un même groupe se compensent entre eux, fait diminuer substantiellement le volume global des flux et des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France par rapport aux données élaborées selon la méthodologie standard définie par le *Manuel de balance des paiements* du FMI. La signification des agrégats d'investissements directs, en flux et en stocks, en est renforcée <sup>8</sup>.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers** et les **opérations en capital social**, qui comprennent les acquisitions de biens immobiliers, les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre et les conversions de prêts en capital;
- le **réinvestissement des bénéfices**, qui correspond à la part des résultats nets courants des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable, diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice;
- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêts, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits et dépôts entre les banques et intermédiaires financiers résidents et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** retracent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les positions

<sup>8</sup> Cf. D. Nivat et B. Terrien, « Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 », Bulletin de la Banque de France n° 181, troisième trimestre 2010.

courtes, nées de la vente à découvert de titres empruntés, sont déduites des avoirs des résidents.

Les flux sont partagés en avoirs et engagements et ensuite décomposés en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPC, obligations et titres assimilés (c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale), titres de créance à court terme (dont l'échéance est inférieure à un an). Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements). Les flux sont calculés à partir des variations d'encours, corrigées de l'impact des effets de valorisation (change et valorisation boursière) et des reclassifications statistiques.

Les **instruments financiers dérivés** comprennent les primes sur instruments conditionnels et les contrats à terme, achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, ainsi que les appels de marge, les soultes et les intérêts sur *swaps*. Les encours des instruments financiers dérivés sont valorisés à la valeur de marché.

Les **autres investissements** englobent toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Cette rubrique se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), et enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. Les opérations de prêts et emprunts du secteur bancaire, par exemple celles qui financent le commerce international ou celles qui ont pour contrepartie des opérations d'investissement sur titres, jouent généralement un rôle important dans les mouvements de cette rubrique. On distingue en particulier les flux des institutions financières monétaires – IFM –, qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** représentent les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs,

compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS), de la position nette de réserve à l'égard du FMI et des autres avoirs de réserve.

### I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de retracer, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks. La position extérieure fournit des indications sur le montant et la structure du patrimoine financier des résidents en actifs étrangers et des non-résidents en actifs français. Conformément aux recommandations du 6<sup>e</sup> *Manuel de balance des paiements* du FMI, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché, en valeur comptable, ou en valeur mixte. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des sociétés résidentes affiliées à des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements

étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, augmentées des flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs.

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de deuxième rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce deuxième investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en **valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. Seuls les encours agrégés en valeur de marché sont diffusés. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

En **valeur mixte**, la partie cotée des encours d'investissements directs, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, est valorisée en valeur de marché tandis que la partie non cotée est valorisée en valeur comptable. Cette méthode de valorisation est la plus répandue au sein de l'Union européenne et permet des comparaisons de la position extérieure entre pays. Elle est ainsi utilisée par la Commission européenne pour établir les indicateurs européens de déséquilibres macroéconomiques, et par la Banque centrale européenne pour élaborer la position extérieure de la zone euro.

La **position-titres** recouvre les encours de titres étrangers détenus par les résidents (avoirs) et les encours de titres français détenus par les non-résidents (engagements). La source principale pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre menée auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (collecte PROTIDE). Les teneurs de compte-conservateurs déclarent titre par titre leur compte propre ainsi que les positions de leur clientèle, tant résidente que non résidente, relevant des investissements de portefeuille. La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires.

Les titres recensés, s'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPC monétaires et non monétaires, obligations, titres de créance à court terme) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, ainsi que des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des IFM et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements) comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPC monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les titres de créance à court terme (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou titres de créance à court terme) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation du titre (France ou étranger).

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement, coupon couru inclus pour les titres de dette.

Les **encours d'instruments financiers dérivés** regroupent les données sur les options – instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs –, ainsi que sur les swaps, FRAs et forwards du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

La **position en autres investissements** comprend les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPC non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position prêts-emprunts des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

**Zone euro** : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Lettonie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, la zone euro inclut la Lettonie. Les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro.

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

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

### Secteurs économiques

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

**Administrations publiques** (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

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

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

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

### Instruments financiers

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

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des livrets de développement durable, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **titres de créance à court terme** correspondent à des titres émis par des IFM, des SNF ou des APU, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt, les

billets de trésorerie et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt pré-compté (BTF).

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

*M1* = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

*M3* = *M2* + pensions + titres d'OPC monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

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

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

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



## Séries chronologiques

### Monnaie et Finance

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/monnaie-et-finance.html>

- Les évolutions monétaires de la France
- Les agrégats monétaires de la zone euro
- Monnaie et placements France et zone euro

### Titres, crédit et dépôts

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/titres-credit-et-depots.html>

- Dépôts et placements
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers
- Assurances

### Conjoncture et Croissance

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/conjoncture-et-croissance.html>

- Les indicateurs de conjoncture hebdomadaire
- Enquêtes de conjoncture mensuelles
- Publications régionales

### Balance des paiements et Économie internationale

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale.html>

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

### Entreprises

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

- Crédits par type d'entreprise
- Délais de paiement
- Défaillances d'entreprises
- Comptes d'entreprises en Europe
- Structure et performances des entreprises
- Bases de données BACH et Références sectorielles européennes

### Changes et Taux

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html>

- Les taux de change
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Taux du marché interbancaire
- Taux de référence des bons du Trésor et OAT
- Indices obligataires
- Cours de l'or à Paris

### Base de données

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees.html>

- Accès interactif aux séries statistiques via la base de données Webstat
- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émissions de titres
- Endettement des agents non financiers
- Endettement des agents non financiers dans les autres pays
- Taux d'intermédiation financière
- Comptes nationaux financiers
- Activité financière internationale
- Balance des paiements
- Position extérieure
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises : délais de paiement
- Système et Moyens de paiements



## Abréviations

### Organismes et institutions

<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCEAO</b>	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
<b>BCN</b>	Banque centrale nationale
<b>BEA</b>	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
<b>BEAC</b>	Banque des États de l'Afrique centrale
<b>BIT</b>	Bureau international du travail
<b>BLS</b>	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CDC-CNE</b>	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
<b>Dares</b>	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>
<b>IFM</b>	Institutions financières monétaires
<b>INSEE</b>	Institut national de la statistique et des études économiques
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques

### Zones économiques

<b>CEMAC</b>	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
<b>PECO</b>	Pays de l'Europe centrale et orientale
<b>ZE à 18</b>	Zone euro à dix-huit pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
<b>UE à 28</b>	Union européenne à vingt-huit pays (ZE à 18 + Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>UEMOA</b>	Union économique et monétaire ouest-africaine

### Pays

<b>AT</b>	Autriche
<b>AU</b>	Australie
<b>BE</b>	Belgique
<b>BG</b>	Bulgarie
<b>CA</b>	Canada
<b>CH</b>	Chine
<b>CY</b>	Chypre
<b>CZ</b>	République tchèque
<b>DE</b>	Allemagne
<b>EE</b>	Estonie
<b>ES</b>	Espagne
<b>FI</b>	Finlande
<b>FR</b>	France
<b>GB</b>	Royaume-Uni
<b>GR</b>	Grèce
<b>HR</b>	Croatie
<b>HU</b>	Hongrie
<b>IE</b>	Irlande
<b>IT</b>	Italie
<b>JP</b>	Japon
<b>LT</b>	Lituanie
<b>LU</b>	Luxembourg
<b>LV</b>	Lettonie
<b>MT</b>	Malte
<b>NL</b>	Pays-Bas
<b>PL</b>	Pologne
<b>PT</b>	Portugal
<b>RO</b>	Roumanie
<b>RU</b>	Russie
<b>SE</b>	Suède
<b>SI</b>	Slovénie
<b>SK</b>	Slovaquie
<b>US</b>	États-Unis
<b>ZE</b>	Zone euro

## Indices

<b>CAC 40</b>	Indice de la Bourse de Paris. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
<b>CAC All-tradable</b>	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
<b>CAC Mid &amp; small</b>	Indice composite de la Bourse de Paris des petites et moyennes capitalisations (de la 101 <sup>e</sup> à la 290 <sup>e</sup> )
<b>CCBM</b>	Modèle de banque centrale correspondante ( <i>Correspondent Central Banking Model</i> )
<b>DAX</b>	Indice de la Bourse de Francfort très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs
<b>DOW JONES</b>	Indice de Wall Street
<b>Euro 1 (ABE)</b>	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
<b>Eonia</b>	<i>Euro over night index average</i>
<b>DJ STOXX EURO 50</b>	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
<b>FTSE (FOOTSIE)</b>	Indice de la City
<b>Itraxx</b>	Indice de référence pour les contrats indiciaires sur défaut
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>IPCN</b>	Indice des prix à la consommation national
<b>ISM</b>	Indice américain de l'activité manufacturière
<b>MIDCAC</b>	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
<b>NASDAQ</b>	Indice américain des valeurs de croissance technologiques, principalement
<b>NIKKEI</b>	Indice de la Bourse de Tokyo
<b>SP 500</b>	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE ( <i>New York Stock Exchange</i> )

## Autres sigles

<b>ANF</b>	Agents non financiers
<b>APD</b>	Aide publique au développement
<b>APU</b>	Administrations publiques
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
<b>BTF</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
<b>CAF/FAB</b>	Coût, assurance/fret franco-à-bord
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée
<b>CDN</b>	Certificat de dépôt négociable
<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>

<b>CEL</b>	Compte d'épargne logement
<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrables
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières
<b>EC</b>	Établissement de crédit
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium term notes</i>
<b>Euribor</b>	<i>Euro interbank offered rate</i>
<b>FAB</b>	Franco-à-bord
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FCC</b>	Fonds commun de créances
<b>IDE</b>	Investissements directs à l'étranger
<b>ISBLM</b>	Institution sans but lucratif au service des ménages
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé
<b>LDD</b>	Livret de développement durable
<b>Libor</b>	<i>London interbank offered rate</i>
<b>NES 16</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'Insee
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement
<b>OTC</b>	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
<b>PEL</b>	Plan d'épargne-logement
<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>TARGET</b>	Système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel ( <i>Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system</i> ) en fonction entre le 1 <sup>er</sup> janvier 1999 et le 19 mai 2008
<b>TARGET2</b>	Système Target de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007
<b>TCN</b>	Titres de créances négociables
<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>WTI</b>	West Texas Intermediate

## Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>).

### Rapport annuel de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html>

### Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

#### Année 2012

- « Les PME en forte croissance », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière », Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011, n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Prévoir le cycle économique », Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1<sup>er</sup> et 2 décembre 2011 à Paris, n° 187, 1<sup>er</sup> trimestre
  
- « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « La mesure du risque systémique », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Robert F. Engle, prix Nobel d'économie, le 25 janvier 2012, n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Autrefois les États-Unis, maintenant l'Europe », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Thomas Sargent, prix Nobel d'économie, le 1<sup>er</sup> mars 2012, n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Financement et risque de défaut des entreprises durant la crise », synthèse d'une conférence organisée par la Banque de France et OSEO les 9 et 10 février 2012, n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « L'analyse de l'activité des banques par ligne de métiers », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Ce que détiennent les OPCVM français », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « La fin des échanges des billets en francs », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Les implications économiques et financières du développement durable et du changement climatique pour les entreprises industrielles », n° 188, 2<sup>e</sup> trimestre
  
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011 », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre
- « Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre
- « Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre
- « Les placements des organismes d'assurances à fin 2011 », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre
- « 18<sup>e</sup> colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse », n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre

- « Les entreprises en France en 2011 : l'activité s'accroît mais la rentabilité faiblit », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « La situation financière des grands groupes cotés reste solide au premier semestre 2012 en dépit d'un contexte difficile », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Les ETI en France : quelles stratégies de croissance, d'investissement et de financement », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « La baisse des délais de paiement : une tendance moins affirmée en 2011 », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Le patrimoine économique national en 2011 : hausse de 5 % », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Évolution des flux de placements financiers des ménages français au premier semestre 2012 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « La titrisation en France », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « L'impact de la crise de la zone euro sur la zone franc : analyse des canaux de transmission », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Taux de change d'équilibre et mesure de la compétitivité au sein de la zone euro », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Indicateurs de vulnérabilité macroéconomiques et financiers dans les économies avancées – Synthèse d'une conférence organisée à Strasbourg les 13 et 14 septembre 2012 », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Croissance verte et croissance économique », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre
- « Les Français et l'économie – Synthèse de l'enquête quantitative Banque de France/TNS Sofres – Journées de l'économie à Lyon », n° 190, 4<sup>e</sup> trimestre

## Année 2013

- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2012 – Une distribution des crédits plus dynamique en France que dans la zone euro », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
- « La publicité dans le secteur financier : l'action de l'Autorité de contrôle prudentiel depuis 2010 », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Les investissements directs étrangers en France de 2005 à 2011 »
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités liées à la taille de la cible », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Dynamiques de salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Marché du travail : institutions et réformes. Synthèse de la conférence des 15 et 16 novembre 2012 organisée par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
- « Le microcrédit accompagné. Compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 12 décembre 2012 », n° 191, 1<sup>er</sup> trimestre
  
- « La situation financière des grands groupes cotés à fin 2012 : les effets de la crise se font inégalement ressentir », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Les profits des groupes du CAC 40 : quelle contribution des revenus d'investissements directs à l'étranger ? Une évaluation sur la période 2005-2011 », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière : stabilité en 2012 Résultats de l'enquête 2012 conduite par la Banque de France », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Accès au crédit des PME et ETI : fléchissement de l'offre ou moindre demande ? Les enseignements d'une nouvelle enquête trimestrielle auprès des entreprises », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « La compétitivité des entreprises : synthèse de la conférence du réseau CompNet Banque de France – 20 et 21 septembre 2012 », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Les OPCVM français au travers de la crise (2008-2012) », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
- « Pétrole et macroéconomie – Synthèse de l'atelier Banque de France du 14 novembre 2012 », n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre
  
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2012 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre
- « Les entreprises moyennes cotées en bourse : de bonnes performances en 2011 mais moins favorables en 2012 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre

« Le ralentissement de l'activité pèse sur la rentabilité et les investissements des PME en 2012 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Les placements des organismes d'assurance à fin 2012 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Croissance verte : de la théorie à la mise en œuvre – Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France le 21 mars 2013 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Mondialisation et marchés du travail : les avancées récentes – Vue d'ensemble de la conférence organisée par la Banque de France les 16 et 17 mai 2013 », n° 193, 3<sup>e</sup> trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés au premier semestre 2013 : une pause dans l'expansion, sur fond de désendettement », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« La situation financière des entreprises : une mise en perspective. Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 23 septembre 2013 », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« Les délais de paiement en 2012 : le mouvement de réduction du crédit interentreprises s'interrompt », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« Quels sont les effets sur l'inflation des changements de TVA en France ? », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« La titrisation en France : évolutions récentes », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« Le patrimoine économique national en 2012 : une quasi-stabilité », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« L'innovation au cœur du fiduciaire : le premier billet de la série Europe », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre  
« Les Français et l'économie – L'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », n° 194, 4<sup>e</sup> trimestre

Une sélection d'articles du Bulletin est disponible en anglais dans le Quarterly Selection of Articles (QSA)  
<https://www.banque-france.fr/en/publications/banque-de-france-bulletins.html>

## Année 2014

« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013 », n° 195, 1<sup>er</sup> trimestre  
« Le comportement des entreprises durant la crise : quelles leçons peut-on tirer des données microéconomiques ? Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France les 28 et 29 novembre 2013 », n° 195, 1<sup>er</sup> trimestre  
« Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », n° 195, 1<sup>er</sup> trimestre  
« Marché du travail : institutions et réformes », n° 195, 1<sup>er</sup> trimestre  
« *Trading* algorithmique et *trading* haute fréquence », n° 195, 1<sup>er</sup> trimestre

« La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012 », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ? », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux – Comparaison France-Allemagne », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre  
« La monnaie fiduciaire en France en 2013 », n° 196, 2<sup>e</sup> trimestre

« La détention par les non-résidents des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2013 », n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Les entreprises d'assurance en France : une structure de portefeuille qui évolue peu en 2013 », n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Le recul de la rentabilité pèse sur l'investissement des PME », n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre

« L'accroissement de la dette étudiante aux États-Unis, source de fragilité économique ? », n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre  
« Les coûts du travail des services domestiques incorporés aux exportations pèsent-ils sur la compétitivité-coût ? », n° 197, 3<sup>e</sup> trimestre

## Études sur les entreprises

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

## Études parues dans la Revue de la stabilité financière

<https://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html>

### Année 2011

« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne », n° 15, février  
« Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », n° 15, février  
« La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent », n° 15, février  
« Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique », n° 15, février  
« Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes », n° 15, février  
« Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux et pays en développement », n° 15, février  
« Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain », n° 15, février  
« La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », n° 15, février  
« Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes », n° 15, février  
« Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement », n° 15, février  
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde », n° 15, février  
« Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », n° 15, février  
« Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise », n° 15, février  
« La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels », n° 15, février  
« Du taux d'épargne », n° 15, février

### Année 2012

« L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée », n° 16, avril  
« Perspectives budgétaires et risques pour la viabilité budgétaire », n° 16, avril  
« Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », n° 16, avril  
« Le retour de la répression financière », n° 16, avril  
« L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », n° 16, avril  
« Les banques, l'aléa moral et la dette publique », n° 16, avril  
« Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », n° 16, avril  
« Stabilité, croissance et réforme de la réglementation », n° 16, avril  
« Le risque souverain est-il correctement traité par la réglementation financière ? », n° 16, avril

- « Contagion et crise de la dette européenne », n° 16, avril
- « Politique monétaire et dette publique », n° 16, avril
- « La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », n° 16, avril
- « Domination monétaire dans la zone euro et défis budgétaires : une perspective théorique », n° 16, avril
- « Indépendance de la banque centrale et défaut souverain », n° 16, avril
- « La crise de la dette souveraine et la politique monétaire », n° 16, avril
- « Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », n° 16, avril
- « L'importance de la confiance dans les efforts de stabilisation macroéconomique », n° 16, avril
- « Quelle politique pour la dette souveraine ? », n° 16, avril
- « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », n° 16, avril
- « Restaurer la croissance et l'optimisme pour une nouvelle ère budgétaire », n° 16, avril
- « Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro », n° 16, avril
- « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », n° 16, avril

### Année 2013

- « La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
- « Réforme de la réglementation des produits dérivés de gré à gré : passé, présent et futur », n° 17, avril
- « Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever », n° 17, avril
- « Coordination internationale : la condition *sine qua non* du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré », n° 17, avril
- « Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière », n° 17, avril
- « La réforme du marché international des *swaps* – Promouvoir la transparence et réduire les risques », n° 17, avril
- « Les principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers définis par le CSPR et l'OICV : des vecteurs pour une convergence internationale », n° 17, avril
- « Une norme de transparence pour les dérivés », n° 17, avril
- « De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide », n° 17, avril
- « L'importance de la qualité des données pour l'efficacité de la politique de stabilité financière. L'identifiant pour les entités juridiques : une première étape vers la nécessaire réforme des données financières », n° 17, avril
- « Transparence et stabilité financière », n° 17, avril
- « L'évaluation des risques de contagion sur le marché des CDS », n° 17, avril
- « Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée », n° 17, avril
- « Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque », n° 17, avril
- « Une compensation centralisée compatible avec les incitations », n° 17, avril
- « L'accès aux contreparties centrales : son importance et son évolution », n° 17, avril
- « Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution », n° 17, avril
- « Les garanties et les nouvelles possibilités offertes pour une gestion optimisée : une révolution industrielle », n° 17, avril
- « Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen », n° 17, avril
- « Marché des dérivés de gré à gré : évolution réglementaire et dynamique du collatéral », n° 17, avril
- « Dérivés de gré à gré : pour des marchés sûrs et efficaces, qui soutiennent la croissance économique », n° 17, avril
- « Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
- « La nouvelle réglementation des marchés de gré à gré va-t-elle entraver l'innovation financière ? », n° 17, avril

### Année 2014

- « De la théorie à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle », n° 18, avril
- « Cinq questions et six réponses sur la politique macroprudentielle », n° 18, avril

- « La gouvernance de la politique macroprudentielle », n° 18, avril
- « Du *tapering* à une politique préventive », n° 18, avril
- « Les problèmes d'action collective dans la politique macroprudentielle et la nécessité d'une coordination internationale », n° 18, avril
- « Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières », n° 18, avril
- « L'incidence de la politique macroprudentielle sur l'intégration financière », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle européenne de sa gestation aux premiers balbutiements », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle en France : exigences et mise en œuvre », n° 18, avril
- « La mise en œuvre des politiques macroprudentielles : l'approche suisse », n° 18, avril
- « Les effets de la politique macroprudentielle sur les risques du marché de l'immobilier résidentiel : le cas de Hong Kong », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle en Corée – Principales mesures et approches », n° 18, avril
- « Cadre pour la conduite de la politique macroprudentielle en Inde : expériences et perspectives », n° 18, avril
- « Les enseignements de l'histoire de la politique macroprudentielle aux États-Unis », n° 18, avril
- « Politiques prudentielles et instruments quantitatifs : une perspective historique européenne », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle au-delà de la réglementation bancaire », n° 18, avril
- « Deux principes pour la réglementation macroprudentielle », n° 18, avril
- « Justification et évaluation de l'efficacité des instruments de fonds propres macroprudentiels », n° 18, avril
- « Marché immobilier : l'impact des mesures macroprudentielles en France », n° 18, avril
- « Trois critiques de la régulation prudentielle des banques », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle et les cycles d'offre de crédit », n° 18, avril
- « Interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle », n° 18, avril

## Documents et débats

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

### Année 2009

- « La crise financière », n° 2, février

### Année 2010

- « De la crise financière à la crise économique », n° 3, janvier

### Année 2012

- « La crise de la dette souveraine », n° 4, mai

## Focus

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

### Année 2012

- « Les soldes TARGET2 », n° 6, mai
- « Infrastructures des marchés financiers : un nouvel environnement interactif pour une sécurité renforcée », n° 7, octobre

### Année 2013

- « Le marché français des titres de créance négociables, le label STEP et le rôle de la Banque de France », n° 8, février
- « Stabilité financière et politique macroprudentielle », n° 9, février
- « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », n° 10, décembre

### Année 2014

- « La compétitivité du secteur des services mesurée au travers de la balance des paiements », n° 11, mars
- « Le collatéral : pour un développement maîtrisé », n° 12, septembre

## Rue de la Banque

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

### Année 2014

« Le découplage des courbes de rendement en euro et en dollar »

## Rapports

<https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>

### Année 2012

Bilan de la médiation bancaire  
Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France  
Premier rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure  
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement  
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée  
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance  
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement  
Premier rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires  
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers  
Rapport annuel de la Zone Franc  
Le surendettement des ménages – enquête typologique  
Le surendettement des ménages – enquête typologique 2011 – Analyses nationale et régionale

### Année 2013

Rapport du groupe de Place  
Rapport annuel du CCSF  
Second rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure  
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France  
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement  
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée  
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance  
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement  
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires  
Rapport annuel de la Zone franc  
Bilan de la médiation bancaire

### Année 2014

Rapport de l'Observatoire des délais de paiement  
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France  
Troisième rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure  
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée  
Rapport de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement  
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires  
Rapport annuel de la Zone franc  
Le surendettement des ménages – enquête typologique  
Rapport annuel du Comité consultatif du secteur financier  
Bilan annuel du Comité de la médiation bancaire



# PARUTION

en octobre 2014

## Rapport annuel 2013 de la Zone franc



- Vue d'ensemble
- L'évolution de la situation économique et financière internationale
- L'évolution économique et financière dans les pays africains de la Zone franc
- La politique et les agrégats monétaires dans les zones d'émission africaines
- Les monographies économiques

Accessible sur :

<https://www.banque-france.fr/eurosysteme-et-international/zone-franc/rapports-annuels-de-la-zone-franc.html>

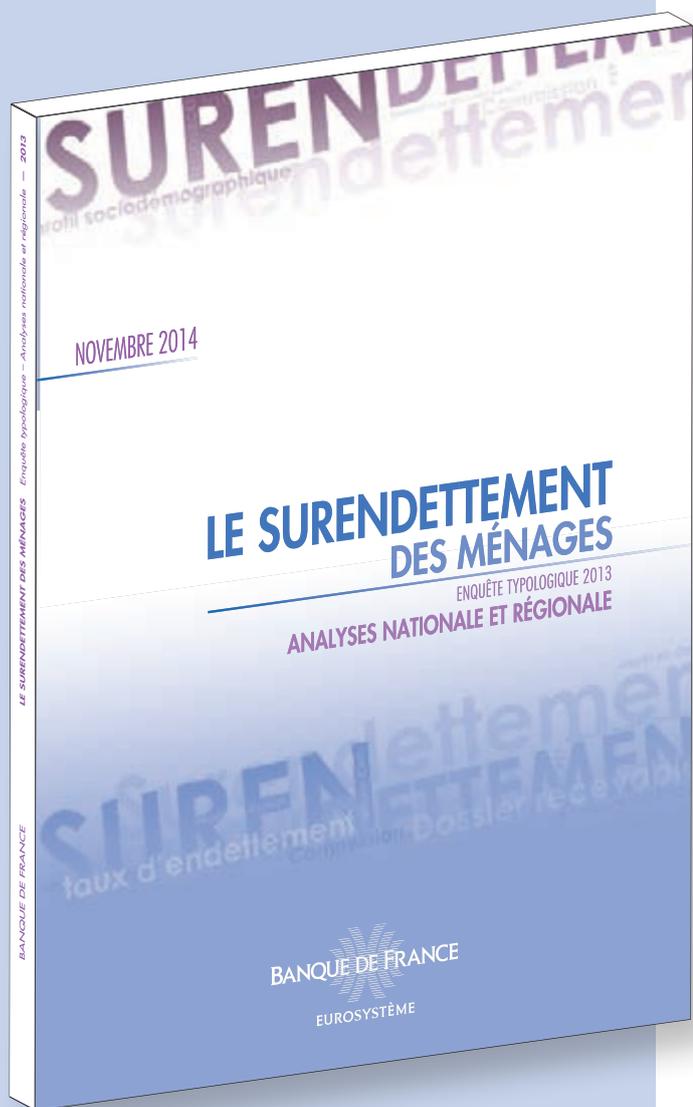
Version papier sur commande au (+33) 1 42 92 39 08  
Service de la Documentation et des Relations avec le public  
de la Banque de France 07-1397  
39 rue Croix-des-Petits-Champs  
75049 PARIS CEDEX 01\*

\* dans la limite des stocks disponibles

# PARUTION

en décembre 2014

Le surendettement des ménages  
Enquête typologique 2013  
Analyse nationale et régionale



- Analyse nationale
  - Profil sociodémographique et professionnel
  - Ressources et capacités de remboursement
  - Niveau, typologie et évolutions de l'endettement
- Rappel des principales données au niveau national
- Analyse régionale

Accessible sur :  
<https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/missions/protection-du-consommateur/surendettement/surendettement-des-menages-enquete-typologique.html>

# PARUTION

en décembre 2014

## Rapport annuel 2013 du Comité consultatif du secteur financier



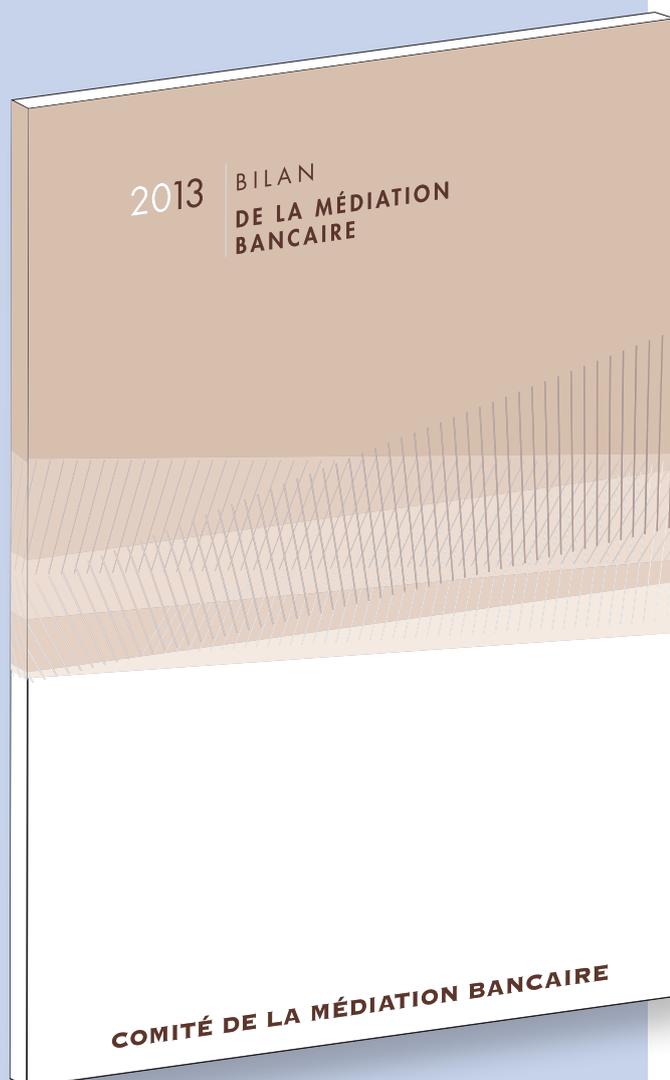
- L'amélioration de l'information et de la protection des consommateurs
- L'inclusion bancaire et la prévention du surendettement
- La modernisation des moyens de paiement
- Bilan et perspectives des assurances de dommages
- Les évolutions de l'assurance de personnes
- L'épargne financières des ménages
- Les médiations dans le secteur financier

Accessible sur :  
<https://www.banque-france.fr/ccsf/fr/publications/rapports/rapport-annuel-ccsf-2013.htm>

# PARUTION

en décembre 2014

## Bilan annuel 2013 de la médiation bancaire



- Présentation du dispositif de médiation bancaire et rappel du contexte légal et conventionnel
- Synthèse des rapports d'activité des médiateurs relatifs à l'année 2013
- Interventions du Comité de la médiation bancaire

*Accessible sur :*  
<https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/missions/protection-du-consommateur/infobanque-votre-banque-et-vous/mediation-bancaire.html>



- Rue de la Banque n° 1

Le découplage des courbes de rendement en euro et en dollar

Accessible sur :  
<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>



**Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :

Nom :

Organisme :

Adresse :

Code postal :

Pays :

Prénom :

Fonction :

Ville :

 **Je ne souhaite plus recevoir le Bulletin de la Banque de France :**

Numéro d'abonnement :

Nom :

Organisme :

Prénom :

*Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers.*

*Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à :*

**Banque de France – 07-1396 SPE Pôle Comex – 75049 Paris Cedex 01** ou par courriel à [diffusion@banque-france.fr](mailto:diffusion@banque-france.fr)



Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

#### **Éditeur**

Banque de France  
39, rue Croix-des-Petits-Champs  
75001 Paris

#### **Directeur de la publication**

Nathalie Aufauvre

#### **Comité éditorial**

François de Coustin  
Unités de la Banque de France représentées :  
DGAFP, DGEI, DGS, SGACPR

#### **Rédaction en chef**

Corinne Dauchy, Dominique Rougès

#### **Secrétaires de rédaction**

Christine Collomb-Jost, Catherine Marzolf, Didier Névonnic

#### **Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse**

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Laurent Caron,  
Alexandrine Dimouchy, Stéphane Fernandez, Christian Heurtaux,  
François Lécuyer, Aurélien Lefèvre, Carine Otto, Isabelle Pasquier

#### **Demandes d'abonnement**

Banque de France  
07-1397 Service de la Documentation  
et des Relations avec le public  
75049 Paris Cedex 01

#### **Impression**

NAVIS, Paris

#### **Édition numérique**

Banque de France DIRCOM-SPE

#### **Dépôt légal**

Janvier 2015

#### **Internet**

Le bulletin : <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Les publications de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>