

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

2^E TRIMESTRE 2015

200

SOMMAIRE

ÉTUDES

- **Projections macroéconomiques pour la France en juin 2015** 5
Service d'Études macroéconomiques et de Prévision
La Banque de France établit deux fois par an des prévisions macroéconomiques portant sur l'année en cours et sur les deux suivantes. Sur décision du gouverneur Christian Noyer, celles-ci sont désormais rendues publiques par souci de transparence et pour apporter une contribution aux débats économiques nationaux et européens.
- La monnaie fiduciaire en France en 2014** 19
Élodie NINLIAS et Ghjuvanni TORRE
En 2014, les émissions nettes de billets en France ont connu un rythme de croissance de 6,2 % en valeur, comparable à celui enregistré en 2013 et légèrement moins soutenu que celui observé dans l'ensemble de la zone euro. Du fait de la prépondérance des coupures de transaction (principalement le 20 € mais aussi, de manière croissante, le 50 €), la contribution de la France aux émissions nettes de la zone euro est beaucoup plus importante en volume qu'en valeur.
- En 2014 les principaux groupes français poursuivent leur consolidation financière et améliorent leur rentabilité** 35
Laurent CARLINO et Anne-Sophie LAFON
L'année 2014 marque un repli de l'activité des quatre-vingts principaux groupes français. Cependant, leurs résultats nets et leurs marges se redressent alors que leur trésorerie atteint un montant record. Enfin, le niveau des capitaux propres augmente fortement tandis que les capitalisations boursières progressent de manière plus modérée.
- Revenus d'investissements directs à l'étranger et profits des groupes du CAC 40 de 2005 à 2013** 51
Dominique NIVAT
Les grands groupes français se sont fortement internationalisés depuis dix ans. En particulier, la contribution de leurs filiales étrangères a représenté plus des deux tiers de leurs résultats nets courants en 2012 et 2013, contre un peu plus de la moitié de 2005 à 2007.
- Groupes cotés européens des secteurs non financiers : Rentabilité et structure financière en 2013** 63
Groupe de travail ERICA (Registre européen des comptes consolidés IFRS) Comité européen des Centrales de bilans (ECCBSO)
Les états financiers des principaux groupes industriels et commerciaux cotés de huit grands pays européens ont été passés au crible. En 2013, la situation financière de ces groupes s'améliore légèrement malgré une baisse du résultat et de la rentabilité. L'application des normes comptables relatives à la « juste valeur » a eu un impact positif sur le compte de résultat et sur les fonds propres.

Diffusion et contribution à la croissance des TIC aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni

83

Gilbert CETTE, Christian CLERC et Léa BRESSON

À partir du milieu des années deux mille, la diffusion des technologies de l'information et de la communication s'est stabilisée et leur contribution à la croissance a diminué aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

Impacts macroéconomiques internationaux des réformes structurelles

91

Sophie RIVAUD

La mise en œuvre de réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail a des effets différenciés selon la structure économique sous-jacente des pays. Les effets de diffusion de ces réformes structurelles sont généralement positifs pour les économies partenaires, mais d'une ampleur qui varie avec les caractéristiques des canaux de diffusion, sensiblement différents d'une économie à l'autre.

STATISTIQUES

■ Sommaire

SI

DIVERS

■ Abréviations

I

Documents publiés

III

Achevé de rédiger le 26 juin 2015

Dans le cadre de sa stratégie de développement durable, la Banque de France entend réduire l'empreinte environnementale de ses publications. Ce numéro 200 coïncide avec l'arrêt de l'édition papier du Bulletin de la Banque de France. Il est donc exclusivement numérique.

Vous continuerez à retrouver l'édition électronique sur le site internet de la Banque de France. Afin de pouvoir prendre connaissance de chaque nouveau numéro dès sa parution, vous pouvez vous abonner en ligne aux alertes de publication. Nous connaissons votre intérêt pour les articles du Bulletin et nous vous remercions de votre fidélité.

Le directeur de la publication
Nathalie Aufaivre

Projections macroéconomiques pour la France en juin 2015

Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques

Service d'Études macroéconomiques et de Prévision

Selon les projections macroéconomiques pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, après trois années de croissance atone, le PIB croîtrait en moyenne annuelle (m.a.) de 1,2 % en 2015 puis de 1,8 % en 2016 et 1,9 % en 2017 (avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire annoncées dans le programme de stabilité mais qui restent à spécifier dans les lois de finances à venir). La croissance française serait soutenue par un ensemble de facteurs externes (baisse du prix du pétrole et du taux de change effectif nominal de l'euro), de facteurs communs à la zone euro (politique monétaire expansionniste), et de facteurs internes (amélioration des marges des entreprises). Dans le même temps, la croissance en zone euro serait de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017.

L'inflation (IPCH) en France resterait très faible en 2015, à 0,3 % en m.a. avant de remonter jusqu'à 1,7 % en 2017. Dans la zone euro, l'inflation serait de 0,3 % en 2015 et atteindrait 1,8 % en 2017.

Mots clés : conjoncture, prévisions, croissance, inflation

Code JEL : E27, E37, E47

NB : Cet article est la reprise de la publication parue sur le site internet de la Banque de France le 4 juin 2015.

Synthèse des projections France

(en %)

	2013	2014	2015	2016	2017
IPCH	1,0	0,6	0,3	1,4	1,7
IPCH hors énergie et alimentaire	0,7	1,0	0,6	1,2	1,6
Déflateur du PIB	0,8	0,6	1,0	1,0	1,2
PIB réel	0,7	0,2	1,2	1,8	1,9
Contributions (points de PIB) :					
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	1,1	1,6	1,9
Exportations nettes	0,0	- 0,5	- 0,4	0,2	0,0
Variations de stocks	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,6
Consommation publique	1,7	1,5	1,4	0,9	0,9
Investissement total	- 0,4	- 1,2	- 0,7	2,5	3,5
Investissement public	0,2	- 6,9	- 2,0	- 0,4	0,0
Investissement des ménages	- 1,5	- 5,3	- 4,2	- 0,3	4,2
Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)	- 0,2	2,2	1,1	4,4	4,2
Exportations	1,8	2,4	5,4	5,8	5,7
Importations	1,8	3,9	6,3	5,0	5,4
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	- 0,1	1,1	1,6	1,3	1,6
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14,7	15,1	15,1	14,9	14,9
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,3	10,2	10,3	10,1	9,6

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

Sources : Insee pour 2013 et 2014, projections Banque de France en bleuté.

L'économie française bénéficierait d'un environnement international plus porteur et des gains de compétitivité induits par la dépréciation de l'euro

Sur le plan conjoncturel, la croissance de la zone euro a légèrement accéléré depuis plusieurs trimestres, tendance qui devrait se poursuivre. En France, la croissance du PIB, après une progression de 0,2 % au 3^e trimestre 2014, puis une inflexion au 4^e trimestre 2014 (0,0 %), a accéléré au 1^{er} trimestre 2015 à 0,6 %. Selon les indicateurs conjoncturels disponibles mi-mai, elle devrait s'établir autour de 0,3 % au 2^e trimestre 2015 (la date d'arrêté des hypothèses utilisées dans ces projections est le 12 mai 2015).

En fin d'année 2014, le commerce mondial a connu une accélération et la demande adressée à la France augmenterait à un rythme plus soutenu : 3,5 % en 2015, 5,3 % en 2016 et 5,5 % en 2017, après 2 % en moyenne entre 2008 et 2014. La dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro début 2015 ainsi que les mesures d'allègement du coût du travail (CICE – crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – et PRS – pacte de responsabilité et de solidarité –) permettraient une légère hausse des parts de marché françaises à l'exportation en 2015, qui se

stabiliseraient ensuite en 2016 et 2017. L'évolution de l'environnement international conduirait donc à une amélioration des perspectives d'exportations (hausse de 5,4 % en 2015, 5,8 % en 2016 et 5,7 % en 2017, après 2,4 % en 2014). L'effet net, sur la croissance, du rebond des exportations serait toutefois largement atténué par le dynamisme des importations (hausse de 6,3 % en 2015, 5,0 % en 2016 et 5,4 % en 2017, après 3,9 % en 2014), en raison notamment de la reprise de l'investissement des entreprises, à fort contenu en importations. Le déficit commercial (mesuré en comptabilité nationale) se réduirait, de 1,9 % du PIB en 2014 à 1,6 % en 2015 et 2016, du fait de la baisse de la facture énergétique, avant de se dégrader de nouveau en 2017, sous l'hypothèse d'une remontée graduelle des prix du pétrole.

Autre changement majeur de l'environnement international, la baisse du cours du pétrole en fin d'année 2014 devrait produire des effets notables en 2015

La baisse des prix du pétrole en fin d'année 2014 devrait conduire à des économies sur la facture pétrolière française de 0,8 point de PIB sur l'année 2015. Cette baisse a conduit à une inflation négative en glissement annuel au 1^{er} trimestre 2015,

ce qui a bénéficié au pouvoir d'achat des ménages. La consommation des ménages connaîtrait donc une accélération en 2015, tempérée toutefois par le manque de dynamisme de l'emploi. Un léger repli du taux d'épargne vers sa moyenne de long terme à partir de 2016, soutiendrait également la consommation. Ces gains de pouvoir d'achat, conjugués à des conditions de crédit favorables, devraient interrompre la forte baisse de l'investissement logement qui pèse sur la croissance française depuis 2008. La contribution de ce poste à la croissance du PIB depuis 2008 a en effet été de - 0,2 point de pourcentage (pp) en moyenne annuelle. En 2014, l'investissement des ménages a reculé pour la troisième année consécutive : - 5,3 %, après une baisse de - 1,5 % en 2013 et de - 2,1 % en 2012. Si les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager un retournement rapide, l'investissement des ménages connaîtrait cependant une baisse moins importante en 2015 et 2016, avant de s'orienter positivement à partir de 2017.

Sur le plan interne, les mesures d'allègement du coût du travail viendraient également soutenir l'activité, via les gains de compétitivité-coût qui favoriseraient les exportations, les créations d'emplois et l'investissement des entreprises

Le CICE et les exonérations de cotisations sociales patronales du PRS permettraient aux entreprises françaises d'interrompre la dégradation de leur marge d'exploitation. La remontée du taux de marge, déjà amorcée, favoriserait une reprise plus vigoureuse de l'investissement, étant donné un contexte de coût de l'endettement durablement bas et la remontée future du taux d'utilisation des capacités de production. Après une stagnation fin 2014, qui se poursuivrait au 1^{er} semestre 2015, l'investissement des entreprises recommencerait à croître à partir du 2nd semestre 2015. Il progresserait de 1,1 % en 2015 puis de 4,4 % en 2016 et 4,2 % en 2017, dans un contexte d'amélioration du taux d'autofinancement qui reviendrait à son niveau

de 2010. En parallèle, le chômage pourrait se stabiliser en 2015 et progressivement diminuer à partir de 2016.

La chute du prix du pétrole contribuerait à une faible inflation à court terme avant un redressement en 2016 et 2017

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) serait de 0,3 % en moyenne annuelle en 2015 (après 0,6 % en 2014), avant une progression de 1,4 % en 2016 et de 1,7 % en 2017.

L'inflation IPCH hors énergie et alimentaire, moins volatile, ralentirait à 0,6 % en 2015 (après 1,0 % en 2014) avant de se redresser graduellement à 1,2 % en 2016 puis 1,6 % en 2017. Le déflateur du PIB progresserait de 1,0 % en 2015 (après 0,6 % en 2014) et s'établirait à 1,0 % en 2016, puis 1,2 % en 2017.

Les perspectives pour l'économie française s'améliorent mais restent sujettes à des aléas.

Les risques concernant les projections d'inflation sont globalement équilibrés. En revanche, des incertitudes relatives à cet exercice de projections font craindre une croissance plus faible. Elle pourrait se matérialiser en cas de ralentissement de la croissance mondiale, de remontée significative du prix du pétrole, de raffermissement significatif de l'euro ou de crises géopolitiques. Au plan interne, la reprise envisagée de l'investissement des entreprises pourrait être amoindrie si les entreprises choisissaient d'orienter les gains des mesures d'allègement du coût du travail vers les salaires ou le désendettement. La consommation serait réduite si le retour du taux d'épargne des ménages en 2016 vers sa moyenne de long terme ne se matérialisait pas. Enfin, pour 2016 et 2017, les projections sont présentées ici de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire qui restent à spécifier et à voter dans les prochaines lois de finances.

I | Hypothèses techniques et environnement international : les facteurs externes devraient soutenir la croissance française

Le scénario économique repose sur les hypothèses techniques (taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières) et sur les projections de l'environnement international réalisées par l'Eurosystème.

Depuis l'été 2014, l'euro s'est déprécié, à la fois par rapport au dollar et dans une moindre mesure en taux de change effectif nominal. Après une forte baisse et un rebond récent, la projection intègre un taux de change euro/dollar stable à 1,12 d'ici 2017 (contre 1,33 en 2014). Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro a aussi baissé fin 2014 et au début de 2015, ce qui, sous l'hypothèse d'une stabilité pour le reste de l'année, se traduit par une dépréciation de 8,1 %¹ en moyenne annuelle en 2015 avant une stabilité en 2016-2017.

Depuis l'été 2014, le prix du pétrole a également fortement chuté. Par convention, il est basé sur les cours à terme à l'horizon de la prévision et est donc supposé remonter lentement, pour atteindre 74 dollars le baril de *Brent* au 4^e trimestre 2017. En 2016, le prix du baril resterait cependant inférieur de 18,5 euros à la moyenne de 2013.

Dans un contexte de politique monétaire accommodante, en particulier depuis la mise en place du programme étendu d'achats d'actifs (EAPP) par l'Eurosystème, les taux d'intérêt restent à des niveaux historiquement bas.

En fin d'année 2014, la croissance du PIB des partenaires commerciaux de la France a légèrement accéléré, tirant le commerce mondial et la demande adressée à la France. L'accélération de

Tableau I Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	2013	2014	2015	2016	2017
Hypothèses techniques					
Pétrole, baril de Brent (USD)	108,8	98,9	63,8	71,0	73,1
Pétrole, baril de Brent (EUR)	82,0	74,4	57,1	63,5	65,4
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 4,6	- 6,2	- 13,6	2,9	4,9
USD/EUR	1,33	1,33	1,12	1,12	1,12
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	4,7	2,3	- 8,1	- 0,2	0,0
Euribor à 3 mois	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	2,2	1,7	0,9	1,2	1,5
Environnement international, évolution en %					
IPC mondial	2,9	2,2	1,5	2,7	3,0
Prix des concurrents à l'export extra zone euro	- 3,8	- 1,2	8,2	2,1	2,3
PIB mondial	3,3	3,4	3,2	3,8	3,8
PIB mondial hors zone euro	3,9	3,7	3,4	4,1	4,1
Commerce mondial hors zone euro	3,2	2,7	2,0	4,8	5,2
Demande adressée à la France	2,2	3,5	3,5	5,3	5,5
Intra zone euro	1,1	4,0	4,7	5,9	6,1
Extra zone euro	3,3	3,0	2,4	4,6	5,0

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies au 12 mai par la BCE selon des principes explicités dans l'article : « Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) La prévision de taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans est obtenue à l'aide de la courbe des taux.

Sources : Eurosystème, projections Banque de France.

cette dernière se confirmerait à l'horizon de la prévision pour atteindre le rythme élevé de 5,5 % en 2017.

La demande provenant de la zone euro serait un peu plus dynamique que celle venant de nos partenaires hors zone euro.

Elle serait de 4,7 % en 2015, rythme observé pour la dernière fois seulement avant la crise (hormis le rebond de 2010). Le surplus de demande intra zone euro pour les exportations françaises serait porté par la dynamique des pays partenaires.

¹ Compte tenu de la part de la zone euro dans le commerce extérieur français (environ la moitié), la variation du taux de change effectif nominal de la France vis-à-vis du monde serait moitié moindre que celle exposée ici.

ENCADRÉ

Quel impact du prix du pétrole et du taux de change sur l'économie française ?

Depuis la mi-2014, le prix du baril de Brent et le taux de change de l'euro ont connu des variations notables. Depuis son niveau maximal de 83 euros en juin 2014, le cours du baril de Brent s'est contracté et a atteint 58 euros mi-mai. Le taux de change effectif nominal (TCEN) de la zone euro s'est déprécié d'environ 9 % sur la même période – soit une variation proche de celle de la moyenne annuelle entre 2014 et 2015.

L'actuel contrechoc pétrolier est d'une ampleur comparable à ceux observés en 1986 et en 1996-1998. Si le prix du baril de Brent – en monnaie nationale et à prix constant – décroît récemment d'un montant du même ordre qu'en 1986 (– 30 euros environ), en revanche, la part des importations d'énergie dans le PIB est plus faible en 2014 qu'en 1986, réduisant assez nettement l'impact de la variation du prix du pétrole sur le PIB français.

L'évolution de la facture énergétique de la France entre le 2^e trimestre 2014 et le 1^{er} trimestre 2015 est estimée à – 0,8 % du PIB, soit une ampleur supérieure au contrechoc pétrolier de 1996 (– 0,6 %) mais inférieure à celui de 1986 (– 2,1 %).

Est présenté ici l'impact de ces chocs du prix du pétrole et du TCEN consistant en l'écart entre les hypothèses de projection et un scénario de référence où le Brent et le TCEN seraient stabilisés à leur niveau moyen du 2^e trimestre 2014. Cet impact est évalué à l'aide du modèle de prévision Mascotte¹. L'impact de la dépréciation du change est évalué hors effet sur le prix du pétrole, c'est-à-dire à prix du Brent en euros constants. Par ailleurs, ces simulations tiennent compte des effets positifs des chocs sur les partenaires commerciaux de la France dans l'Eurosystème, donc sur leur demande adressée à la France, ainsi que sur les prix des compétiteurs français. Ces simulations sont résumées dans le tableau B.

La baisse du prix du Brent en dollar, à taux de change inchangé, se traduit en une baisse du prix du Brent en euro. Celle-ci se transmet aux prix des importations, et ensuite aux prix de consommation. Au bout de deux ans, l'impact sur le niveau moyen de l'indice IPCH de la baisse du Brent atteint – 0,7 %, ce qui augmente le revenu disponible brut réel des ménages. Le lissage de la consommation des ménages se traduit cependant par une hausse temporaire de l'épargne la première année de 0,2 point de pourcentage. La hausse de la consommation des ménages s'étale donc sur deux années (0,3 % en moyenne annuelle la première année puis 0,2 % la seconde). Par ailleurs, la hausse de la demande adressée à la France tire les exportations la première année, ce qui permet de contrebalancer la hausse des importations liée au dynamisme de la demande interne. Finalement, l'impact sur le niveau du PIB de la baisse du Brent atteint 0,3 % sur deux ans, avec un effet légèrement plus fort la première année que la seconde.

.../...

Tableau A Évolution des déterminants de la facture pétrolière française lors des trois épisodes de baisse du prix du pétrole

Pic Creux	1985T4 1986T3	1996T4 1998T4	2014T2 2015T1
Variations en %			
TCEN	–	6,8	– 7,9
Taux de change euro/dollar	16,4	– 6,7	– 17,9
Brent en dollar	– 56,3	– 51,7	– 50,4
Brent en euro	– 62,5	– 48,2	– 39,6
Brent en euro 2014	– 63,9	– 49,1	– 40,2
Variations absolues du prix du baril (en €)			
Brent en dollar	– 15,9	– 12,3	– 55,5
Brent en euro	– 21,2	– 9,1	– 31,8
Brent en euro 2014	– 35,4	– 11,8	– 32,3
Évolution en points de PIB			
Facture énergétique	– 2,1	– 0,6	– 0,8

Tableau B Impact sur l'économie française d'une variation du prix du pétrole et du taux de change

Choc	Ampleur du choc (en %)		Effets macroéconomiques			
			PIB		IPCH	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Brent en euro	– 28,8	– 20,9	0,2	0,1	– 0,7	0,0
TCEN	– 9,2	– 9,4	0,4	0,4	0,2	0,2
Total			0,6	0,6	– 0,5	0,2

¹ Mascotte : Modèle d'Analyse, de prévision et de Simulation de la CONjoncture TrimesTriElle. C'est le modèle macroéconométrique de prévision de la Banque de France pour l'économie française, utilisé pour effectuer les projections macroéconomiques sur un horizon de deux à trois ans.

La variation du taux de change effectif se transmet, elle, via les prix des concurrents à l'importation et à l'exportation. L'amélioration de la compétitivité-prix française induite tire les exportations françaises à la hausse, mais augmente les prix des importations. À deux ans, la baisse du taux de change effectif nominal (hors effet sur le prix du pétrole en euro) accroît le niveau du PIB de 0,8 % et l'indice IPCH de 0,4 %.

Au total, cette dynamique baissière du cours du pétrole et du TCEN a un impact positif net sur la croissance en France (1,1 point de pourcentage cumulé sur deux ans) via, à la fois, une hausse de la consommation des ménages et une amélioration des parts de marché à l'exportation. L'effet désinflationniste (- 0,3 % cumulé sur deux ans, toute la baisse étant la première année avant un léger rebond la seconde année) de la baisse du prix du pétrole est partiellement atténué par la dépréciation de l'euro qui augmente les prix des biens et des services importés.

Cette quantification pourrait être un peu optimiste, dans la mesure où elle ne prend pas en compte une éventuelle limite des capacités de production.

2| Perspectives économiques : une reprise qui devrait accélérer progressivement

Point de départ conjoncturel

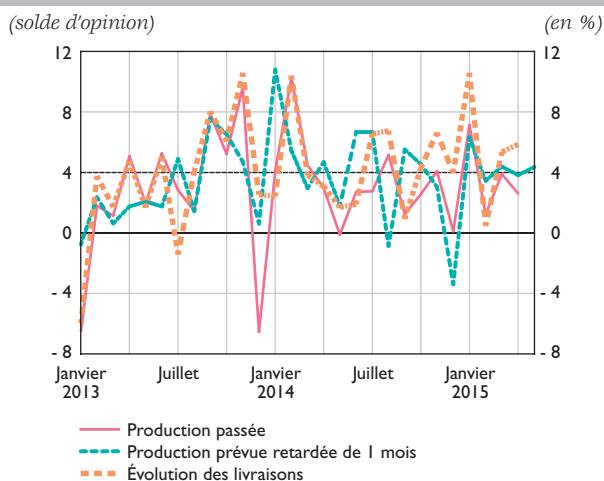
Sur la base de l'enquête de la Banque de France dans l'industrie d'avril, la prévision ISMA (publiée le 12 mai) indique une croissance du PIB autour de 0,3 % au deuxième trimestre.

L'activité a nettement accéléré au 1^{er} trimestre 2015, avec une croissance du PIB de 0,6 % après 0,0 % au 4^e trimestre 2014. La consommation des ménages a été particulièrement dynamique (0,8 %) grâce à

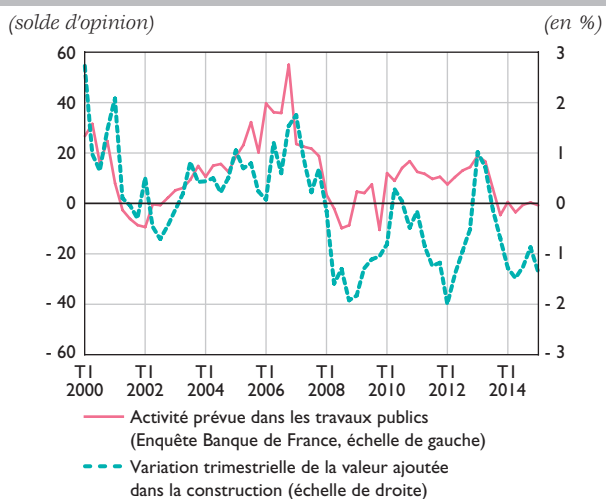
l'amélioration du pouvoir d'achat en fin d'année 2014 et à une augmentation temporaire de la consommation en énergie suivant des conditions météorologiques douces au trimestre précédent. La demande intérieure contribue positivement pour 0,5 point à la croissance du PIB, la variation des stocks également, tandis que le commerce extérieur contribue négativement de 0,5 point.

Les enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'Insee dans l'industrie montrent une légère amélioration de la conjoncture en avril. Les indicateurs du climat des affaires sont proches de leur moyenne de long terme. L'indicateur de production prévue est stable depuis le début de l'année (cf. graphique 1). L'enquête de l'Insee en mai confirme l'embellie, grâce

Graphique 1 Enquête de la Banque de France dans l'industrie



Graphique 2 Activité prévue dans les travaux publics et variation de la valeur ajoutée dans la construction



notamment à une nette progression du solde relatif à la production passée, sans cependant d'accélération des perspectives personnelles de production.

Dans le secteur du bâtiment, l'enquête de la Banque de France d'avril indique une stabilité de l'activité mais l'enquête Insee de mai montre que les indicateurs de confiance restent toujours très en deçà de leur moyenne de long terme. Le profil des enquêtes dans le bâtiment et les travaux publics (cf. graphique 2) suggère que la construction devrait continuer à peser sur la croissance au 2^e trimestre.

Du côté des prix, l'inflation (IPCH) s'établit à 0,1 % sur un an en avril 2015, avec une légère remontée de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) à 0,5 %. La baisse des prix de l'énergie continue de peser, avec en avril une contraction de 3,5 % en glissement annuel de la composante énergie. L'inflation devrait continuer de remonter en 2015 à la faveur du rebond des prix d'importation et de l'énergie.

Le commerce extérieur français serait aidé par un environnement international plus porteur

La contribution du commerce extérieur à la croissance française devrait s'améliorer, sur l'horizon de prévision, à la faveur du dynamisme de la demande mondiale et de gains de compétitivité-prix.

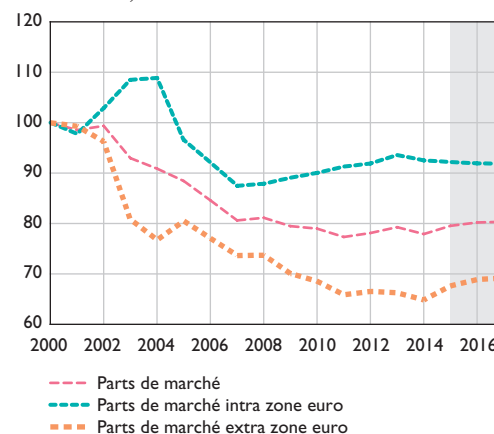
Après une stabilisation prolongée depuis 2008, les parts de marché françaises (calculées comme le rapport entre les exportations et la demande adressée à la France) devraient légèrement progresser à l'horizon de la prévision. La croissance des exportations atteindrait 5,4 % en 2015, 5,8 % en 2016 et 5,7 % en 2017.

En particulier, les gains de compétitivité engendrés par la dépréciation de l'euro début 2015 et, dans une moindre mesure, par les dispositions d'allègement du coût du travail (CICE et PRS), permettraient une amélioration des parts de marché de la France à l'extérieur de la zone euro.

Parallèlement, la croissance des importations françaises connaîtrait une accélération sensible dès 2015, à 6,3 % en 2015, 5,0 % en 2016 et 5,4 % en 2017. Les importations françaises ont été dynamiques au cours des trois derniers trimestres, tirées par les importations de produits manufacturés. L'élasticité

Graphique 3 Parts de marché (exportations/demande adressée à la France)

(indice 100 = 2000)

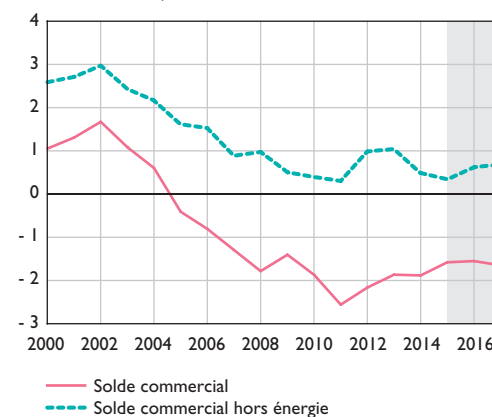


des importations au PIB a, de fait, été beaucoup plus importante au cours du 2nd semestre 2014 qu'elle ne l'a été en moyenne entre 2000 et 2007. La projection des importations à l'horizon 2016 repose sur une élasticité qui demeurerait un peu supérieure à sa moyenne de long terme en raison d'une demande tirée par les investissements qui ont un contenu élevé en importations.

Le dynamisme des importations devrait atténuer l'effet de celui des exportations et la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB en France serait négative en 2015 à - 0,4 point de pourcentage, avant de revenir à 0,2 point de pourcentage en 2016 et 0,0 point de pourcentage en 2017.

Graphique 4 Balance commerciale (données de la comptabilité nationale)

(en % du PIB national)



Le déficit commercial (mesuré en comptabilité nationale) se réduirait en 2015. Après un déficit de 1,9 % du PIB en 2014, il serait de 1,6 % du PIB en 2015 et 2016, du fait de la baisse de la facture énergétique.

En raison de la hausse anticipée selon les prix à terme des prix du pétrole, le déficit commercial se creuserait cependant de nouveau un peu en 2017. Une part importante de ces évolutions vient des importations nettes d'énergie, qui représentaient 2,9 % du PIB en valeur en 2013, se contracteraient en 2014 et en 2015 suivant la baisse du prix de l'énergie, pour atteindre 1,9 % du PIB en 2015, avant de rebondir en 2016 et 2017. Sous l'hypothèse d'une remontée des prix de l'énergie et d'une reprise de l'activité, la part des importations nettes en énergie dans le PIB passerait en effet à 2,2 % en 2016, et atteindrait 2,3 % en 2017.

La consommation des ménages serait favorisée par des gains de pouvoir d'achat réel dans un contexte d'inflation très basse

En 2014, la consommation des ménages a progressé de 0,6 % après 0,5 % en 2013, soutenue par la progression du revenu disponible brut (RDB) réel de 1,1 % en 2014 (après - 0,1 % en 2013).

Ce rebond du RDB s'explique à la fois par la stabilisation des prélèvements obligatoires, après une année 2013 marquée par d'importantes hausses d'impôts et cotisations sociales des ménages, et par l'arrêt des destructions d'emplois en 2014. Les salaires bruts

resteraient le principal contributeur à la progression du RDB des ménages en raison de la progression de l'emploi dans un contexte de modération salariale (voir *infra* « marché du travail et salaires »).

L'impact de la baisse du prix du pétrole sur l'inflation profitera au pouvoir d'achat des ménages. La consommation des ménages devrait croître au même rythme que le pouvoir d'achat en 2015, dans un contexte de stabilité du taux d'épargne. En 2016, l'inflation remonterait à des niveaux modérés (1,4 %, contre 0,3 % en 2015) et le taux d'épargne se réduirait légèrement pour revenir vers sa moyenne historique (14,9 %). La consommation des ménages augmenterait ainsi de 1,7 % en 2015, 1,5 % en 2016, et 1,6 % en 2017.

L'investissement des ménages ne devrait pas rebondir avant 2016

En 2014, l'investissement des ménages a reculé pour la troisième année consécutive (- 5,3 %, après une baisse de - 1,5 % en 2013 et de - 2,1 % en 2012). À court terme, les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager de retournement rapide. Le ratio des ventes de logements neufs sur le stock de logements disponibles à la vente, fortement corrélé avec la variation trimestrielle de l'investissement des ménages, reste proche des niveaux de 2009 (cf. graphique 5). En dépit de conditions de crédit favorables, l'investissement des ménages devrait continuer de se contracter en 2015.

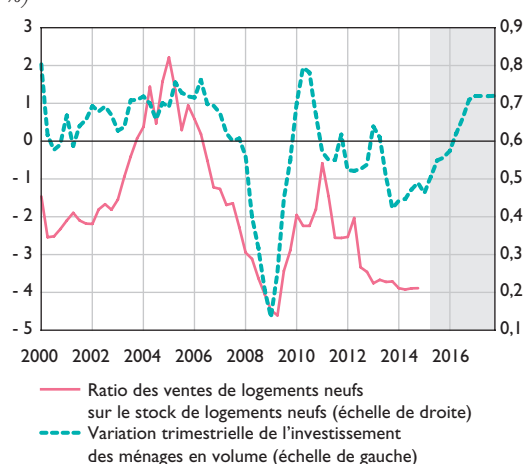
Tableau 2 Évolution de la consommation et du revenu disponible brut des ménages

(en %, moyenne annuelle)

	2013	2014	2015	2016	2017
Consommation réelle des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,6
Taux d'épargne des ménages (% du RDB)	14,7	15,1	15,1	14,9	14,9
RDB réel	- 0,1	1,1	1,6	1,3	1,6
RDB nominal	0,6	1,1	1,7	2,6	3,1
Contributions au taux de croissance du RDB					
Excédent brut d'exploitation	0,1	0,1	0,3	0,6	0,6
Salaires bruts	0,6	1,0	0,9	1,4	1,8
Intérêts nets reçus et revenus de la propriété	0,1	- 0,2	0,3	0,6	0,6
Transferts courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prestations sociales	1,0	0,8	0,5	0,7	1,0
Impôts directs	- 0,6	- 0,2	- 0,3	- 0,4	- 0,5
Cotisations sociales effectives	- 0,5	- 0,3	- 0,1	- 0,2	- 0,3

Graphique 5 Investissement des ménages

(en %)



L'investissement des ménages devrait cependant repartir en 2016, à la faveur de la reprise de l'activité, de la baisse du chômage, de la progression du RDB des ménages, les taux bancaires débiteurs aux ménages, projetés en très légère hausse en 2016, ne devant pas affecter cette reprise de l'investissement des ménages.

L'investissement des entreprises serait stimulé par la reprise de l'activité ainsi que par les mesures d'allègement du coût du travail et d'incitation à l'investissement productif

L'investissement des entreprises s'est avéré relativement dynamique en 2014 (2,2 %), après une année de baisse en 2013 (- 0,2 %). En particulier, le taux d'investissement des sociétés non financières (SNF) – mesuré par le ratio de la FBCF sur la valeur ajoutée (VA) – reste à un niveau supérieur à sa moyenne d'avant-crise (23 % en 2014, contre 21 % en moyenne sur la période 1995-2007).

Les comptes des sociétés non financières restent assez dégradés. Leur taux de marge – mesuré par le ratio de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée – a perdu plus de 4 points de pourcentage depuis 2008 (après s'être maintenu entre 1996 et 2008, dans une fourchette de 31 à 34 %) et a atteint son point bas en 2014 à 29 %. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (81 % en 2014 selon les enquêtes de l'Insee) reste inférieur à sa moyenne de long terme (de 85 %, même si une tendance de plus long terme à la baisse de cet indicateur en complique la lecture). La progression de l'investissement devrait donc rester très modérée au premier semestre 2015, malgré le rebond de la croissance.

Sur l'horizon de prévision, l'investissement des entreprises devrait bénéficier de la reprise graduelle de l'activité, avec un taux d'utilisation des capacités de production progressant de 3 points de pourcentage du dernier trimestre 2014 au dernier trimestre 2017, de l'amélioration

de la situation financière des entreprises et du dernier plan gouvernemental de 2,5 milliards d'euros sur 5 ans d'incitation à l'investissement en biens d'équipements (mesure dite de « suramortissement »).

La restauration des marges sous l'effet des mesures de réduction du coût du travail (CICE et PRS) et de la baisse du taux de change depuis 2014 devrait se poursuivre. De plus, les entreprises françaises bénéficieraient toujours de conditions de financement favorables, avec des taux réels de financement bancaire et de marché historiquement bas.

L'investissement des entreprises devrait donc progresser de 1,1 % en 2015 puis accélérer à 4,4 % en 2016 et 4,2 % en 2017, avec en parallèle une amélioration de leur taux d'autofinancement qui reviendrait à un niveau proche de – bien que légèrement inférieur à – celui de 2010.

Le marché du travail serait progressivement mieux orienté

2014 a été caractérisée par une stabilisation de l'emploi dans le secteur privé (0,0 % en moyenne sur l'année, après - 0,2 % en 2013). L'année 2015 devrait permettre de voir une poursuite de cette amélioration, avec une reprise progressive de l'emploi dans le secteur privé, tirée par l'amélioration de l'activité et les premiers résultats du CICE/PRS. L'amélioration de la productivité, en lien avec la reprise de l'activité, atténuerait cependant la progression de l'emploi privé marchand à l'horizon de la prévision : comme l'illustre le graphique 6, le scénario repose sur une fermeture du cycle de productivité à l'horizon de la prévision, hors effet du CICE et du PRS. Au total, la variation moyenne de l'emploi privé serait de 0,2 % en 2015, puis de 1,0 % en 2016 et 1,3 % en 2017.

Par ailleurs, dans le secteur non marchand, l'emploi serait encore soutenu par la poursuite de la politique des emplois aidés. Le gouvernement a en effet annoncé la signature de 65 000 emplois d'avenir supplémentaires en 2015. En outre, les signatures de contrats uniques d'insertion dans le secteur non marchand (CUI-CAE) ont été portées à 300 000 en 2015, et leur durée allongée de 9 mois à 12 mois, ce qui se traduira par une légère augmentation du stock de contrats au cours de l'année. À partir de 2016, le stock d'emplois aidés se stabiliserait, dans un contexte de taux de chômage qui resterait élevé.

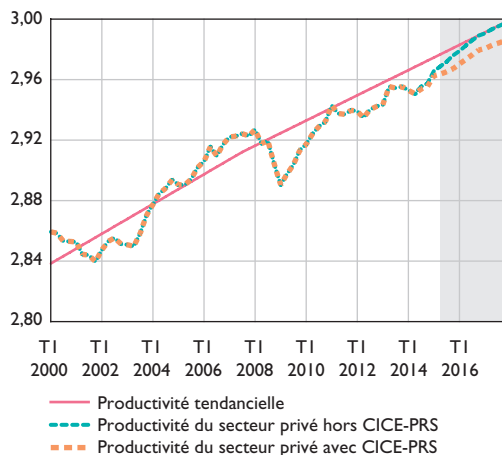
Tableau 3 Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)

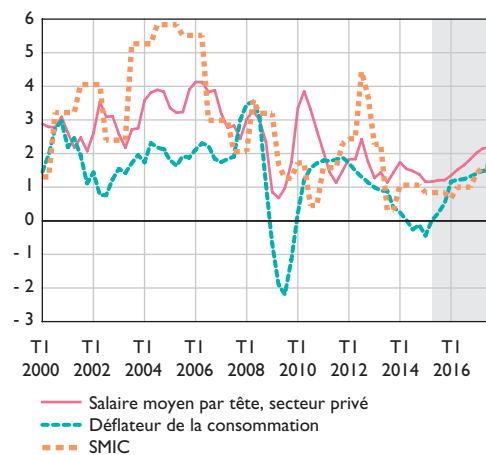
	2013	2014	2015	2016	2017
Taux de marge	29,8	29,5	31,1	32,1	32,7
Taux d'investissement	22,8	23,1	22,8	23,4	24,0
Taux d'autofinancement	74,0	75,2	84,5	83,4	81,3

Graphique 6 Productivité du travail salarié dans le secteur privé

(en logarithme)

**Graphique 7 Évolution des salaires dans le secteur privé et déflateur de la consommation**

(glissement annuel, en %)



À l'inverse, le processus de réduction des effectifs de la fonction publique commencerait à affecter l'emploi public dès 2015. Après une progression de 1,4 % en 2014, l'emploi public ne progresserait ainsi plus que de 0,6 % en 2015 et se contracterait en 2016 (- 0,1 %) puis en 2017 (- 0,4 %).

Ces effets conjugués conduiraient à une reprise modérée de l'emploi total : 0,3 % en 2015, 0,7 % en 2016 et 0,9 % en 2017, après 0,3 % en 2014. Les hypothèses concernant la population active incluant une progression moyenne de 0,5 % en 2015 et 0,4 % en 2016 et 2017, cette dynamique de l'emploi contribuerait à infléchir très progressivement la courbe du chômage à partir de 2015.

Le taux de chômage moyen en 2015 serait finalement presque stable par rapport à 2014 (10,3 %), puis diminuerait à 10,1 % en 2016 et 9,6 % en 2017.

Sous l'effet du taux de chômage élevé et du ralentissement des prix, les salaires nominaux par tête ralentissent un peu en France depuis 2011.

Le salaire moyen par tête (SMPT) et le salaire mensuel de base (SMB) suivent la même dynamique. Le SMB, qui est un salaire brut hors primes et heures supplémentaires, ralentit depuis 2011 passant de 2,0 % en glissement annuel début 2011 à 1,5 % à la fin 2014. Depuis 2011, le SMPT ralentit également passant de 2,1 % à 1,4 % sur la même période (cf. graphique 7).

En prévision, l'évolution des salaires par tête resterait en deçà de sa moyenne de 2,5 % par an (moyenne

de 1995 à 2014). Ainsi, dans le secteur marchand, les salaires bruts par tête croîtraient de 1,2 % en 2015 en raison du moindre pouvoir de négociation des salariés dans un contexte de chômage élevé et de l'inflation basse. En 2016, l'augmentation serait de 1,6 %, et 2,1 % en 2017. L'évolution du coût du travail serait moindre, puisque les 10 milliards d'euros de baisse des cotisations sociales à la charge des employeurs inclus dans le CICE-PRS limiteraient la progression des rémunérations super-brutes (incluant les cotisations employeurs) en 2015 et 2016. Celles-ci progresseraient ainsi de 0,7 % en 2015, de 1,0 % en 2016, avant de rebondir à 2,2 % en 2017.

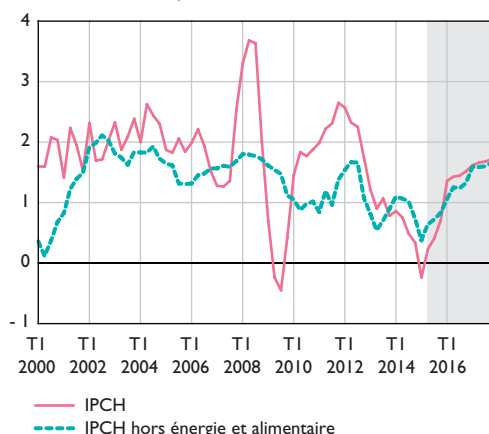
3| Inflation : un retour à un niveau entre 1 % et 2 % dès 2016

L'inflation devrait progressivement remonter à la faveur du rebond anticipé du prix du pétrole et de l'inflation importée ainsi que de l'activité.

L'inflation IPCH, négative (- 0,2 % en g.a.) pour le 1^{er} trimestre 2015, redeviendrait assez rapidement positive et remonterait progressivement sous l'effet de la hausse du prix du pétrole, de celle des prix des produits importés et de la reprise de la croissance. La projection d'inflation IPCH en moyenne annuelle est de 0,3 % en 2015, 1,4 % en 2016 et 1,7 % en 2017, après 0,6 % en 2014. L'inflation hors énergie et

Graphique 8 IPCH et IPCH hors énergie et alimentaire

(glissement annuel, en %)



alimentation s'établirait en moyenne annuelle à 1,2 % en 2016 et 1,6 % en 2017, après 1 % en 2014 et 0,6 % en 2015. L'IPCH français serait en ligne avec l'évolution des prix dans la zone euro dans son ensemble (0,3 % en 2015, 1,5 % en 2016 et 1,8 % en 2017).

L'énergie et les produits manufacturés pèseraient négativement en 2015 sur l'évolution des prix.

Le fort recul du prix du pétrole en 2014 continuerait d'influencer fortement la composante énergie qui diminuerait de 2,3 % en moyenne annuelle en 2015 malgré une hausse des prix de l'électricité et de la fiscalité indirecte.

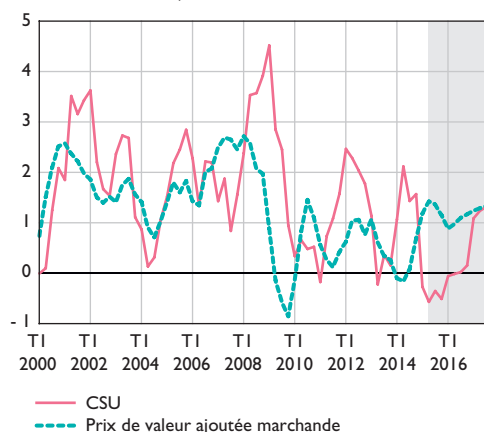
En 2016, la fin des effets de la baisse du prix du pétrole conduirait à un retour de l'IPCH énergie vers des variations positives.

La baisse des prix des produits importés non énergétiques observée en 2014 continuerait d'influencer à la baisse le prix des produits manufacturés en 2015 (-0,2 %).

À moyen terme, la remontée des prix d'importations des biens hors énergie due notamment à la dépréciation de l'euro et la hausse des prix de valeur ajoutée avec la reprise de la croissance ramènerait progressivement l'indice des prix des produits manufacturés vers des variations positives. La hausse des prix de valeur ajoutée, dans un contexte de coûts salariaux unitaires (CSU) ralentis, se traduirait par la hausse des marges évoquée précédemment (cf. graphique 9).

Graphique 9 Coûts salariaux unitaires et prix de valeur ajoutée marchande

(glissement annuel, en %)



4| Finances publiques : une consolidation budgétaire à poursuivre

Le déficit public devrait diminuer à 3,8 % en 2015, le respect de la cible de 3 % du PIB en 2017 nécessitant ensuite un effort de consolidation encore important.

Malgré une conjoncture peu favorable, le solde public nominal s'améliore légèrement en 2014, à -4,0 % du PIB, grâce à un ralentissement marqué des dépenses publiques, sous l'effet en particulier du recul de l'investissement des collectivités locales. La dette publique brute, en 2014, représente 95,6 % du PIB.

En 2015, le solde public poursuivrait son amélioration et s'établirait à -3,8 % du PIB. L'augmentation des dépenses en volume (déflatées par l'indice des prix à la consommation), hors crédits d'impôts et hors charges d'intérêt, serait de 1,0 %, en tenant compte des économies prévues par la loi de finances pour 2015. Par ailleurs, la charge d'intérêt de la dette diminuerait légèrement du fait des hypothèses retenues pour les taux d'intérêt (cf. tableau 1). Côté recettes, le taux de prélèvements obligatoires diminuerait en 2015 à 44,5 % du PIB après 44,9 %, les baisses de charges programmées dans le cadre du CICE et du PRS l'emportant sur les rentrées fiscales générées par le retour de la croissance.

En 2016-2017, les prévisions sont réalisées de façon conventionnelle, c'est-à-dire sans les mesures

de consolidation budgétaire annoncées dans le programme de stabilité mais qui restent à spécifier dans les lois de finances à venir. Les comptes publics continueraient à se redresser grâce à une conjoncture favorable et aux mesures de consolidation budgétaire déjà spécifiées dans le programme de stabilité d'avril 2015. D'une part, les rentrées fiscales seraient plus dynamiques, en raison du retour de la croissance et malgré les baisses de charges programmées dans le cadre du CICE et du PRS. D'autre part, la progression des dépenses publiques resterait modérée. Le rapport de la dette publique sur le PIB se stabiliserait en fin de projection.

À l'horizon 2017, la France devrait ainsi être capable de respecter ses engagements européens sur la cible de déficit nominal, aidée par un contexte macroéconomique porteur, à condition que l'évolution du volume des dépenses publiques hors crédits d'impôts et hors charges d'intérêt soit inférieure à la tendance récente, à la suite des mesures à adopter dans les prochaines lois de finances.

5| Aléas : un scénario central cependant sujet à des risques de reprise plus faible de la croissance

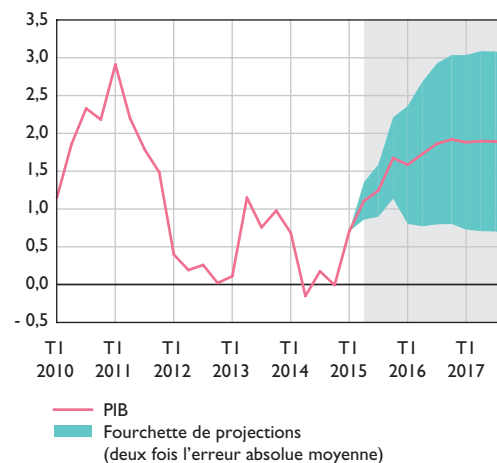
Cette projection d'une accélération de la reprise économique est sujette aux incertitudes usuelles, illustrées dans les graphiques en éventail (cf. graphiques 10 et 11) et estimées à partir des erreurs de prévision historiques.

Des risques spécifiques qui pèseraient sur la croissance peuvent aussi être identifiés.

Ils pourraient se matérialiser au plan international en cas de ralentissement de la croissance mondiale, de remontée significative du prix du pétrole, de mouvements forts sur le marché des changes ou de crises géopolitiques. En particulier, une reprise plus rapide que prévue du prix du *Brent* affecterait significativement notre scénario. En pesant sur le pouvoir d'achat des ménages, elle affecterait la demande intérieure française et celle de nos partenaires commerciaux. La croissance mondiale serait revue à la baisse et l'inflation à la hausse si ce scénario se réalisait.

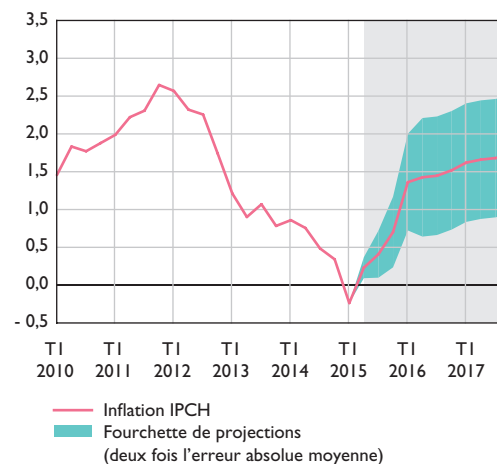
Graphique 10 Fourchette de projections de la croissance du PIB

(en glissement annuel)



Graphique 11 Fourchette de projections de l'inflation IPCH

(en glissement annuel)



Au plan interne, la reprise de l'investissement des entreprises envisagée pourrait être moindre si les entreprises choisissaient d'orienter les gains des mesures d'allègement du coût du travail vers les salaires ou le désendettement, ou si le retour du taux d'épargne des ménages en 2016 vers sa moyenne de long terme ne se matérialisait pas, pesant sur la consommation. Par ailleurs, si des contraintes d'offre se manifestaient, la croissance des importations pourrait être plus élevée que dans notre scénario et dégrader la contribution des exportations nettes dans cette projection.

Enfin, pour 2016 et 2017, les projections sont présentées ici de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire qui restent à spécifier et à voter dans les prochaines lois de finances.

À l'inverse, le programme étendu d'achat d'actifs de l'Eurosystème pourrait à l'horizon 2016 améliorer la croissance du PIB et l'inflation plus fortement que ce qui est inclus dans notre projection, l'impact favorable de ces mesures nouvelles pouvant être sous-estimé

par nos modèles essentiellement calibrés sur des données historiques.

Les risques concernant l'inflation semblent globalement équilibrés. D'une part, une trajectoire plus ascendante du prix du pétrole et un comportement plus marqué de reconstitution des marges des entreprises pourraient favoriser une accélération des prix. D'autre part, la persistance du chômage à un niveau élevé ou la baisse des coûts salariaux liés au CICE et au PRS pourraient réduire l'inflation.

La monnaie fiduciaire en France en 2014

Élodie NINLIAS et Ghjuvanni TORRE

Direction des Activités fiduciaires

Service des Statistiques, études et prévisions

La Banque de France et l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) assurent l'émission et l'entretien des billets sur le territoire national, ainsi que la mise en circulation et le retrait des pièces pour le compte du Trésor.

En 2014, 7,3 milliards de billets (176,5 milliards d'euros) et 1,9 milliard de pièces (785 millions d'euros) ont été prélevés aux guichets des deux instituts d'émission. Les versements ont porté sur 7,0 milliards de billets (170,2 milliards d'euros) et 1,0 milliard de pièces (664 millions d'euros).

Exprimés en valeur, les flux de billets diminuent pour la seconde année consécutive, conséquence d'une faible inflation et du développement de la remise en circulation par des opérateurs privés (recyclage externe), activité dont la Banque de France assume le contrôle. L'évolution des flux de pièces, plus contrastée, se traduit par une hausse des sorties nettes.

Le rythme de croissance des émissions nettes de pièces et de billets est comparable à celui observé en 2013. Au 31 décembre 2014, les émissions nettes de billets représentent 4,2 milliards de coupures pour une contre-valeur de 108,3 milliards d'euros, en augmentation de 7,2 % en volume et de 6,2 % en valeur sur un an. Les émissions nettes de pièces s'établissent à 17,9 milliards de coupures pour une contre-valeur de 3,1 milliards d'euros (+ 5,1 % en volume et + 4,0 % en valeur).

Mots clés : monnaie fiduciaire, circulation fiduciaire, émissions nettes, versements, prélèvements, pièces, billets

Codes JEL : E5, E50

I | Le rôle de la Banque de France et de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer dans le cycle fiduciaire

L'émission, l'entretien et la gestion de la qualité de la circulation des billets en euros font partie des missions fondamentales de la Banque de France, telles que définies par l'article L141-5 du *Code monétaire et financier*.

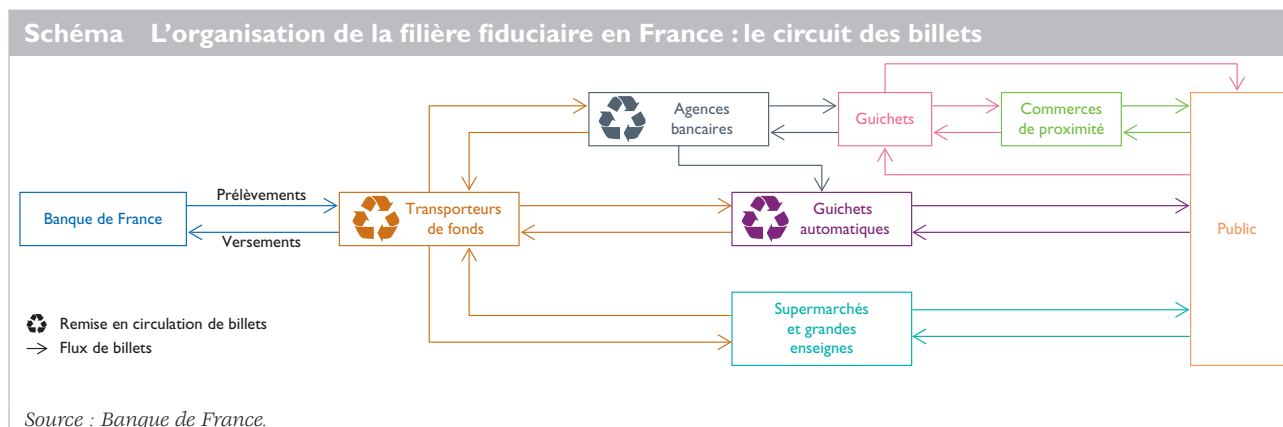
Sur le territoire métropolitain, la Banque de France s'appuie sur un réseau de caisses institutionnelles ¹ (cf. carte 1), pour mettre en circulation les billets auprès des établissements de crédit et trier les billets qui lui sont reversés, afin d'en retirer les coupures impropres à la circulation (billets usés, contrefaçons) (cf. schéma).

Dans les départements et régions d'outre-mer ainsi que dans les collectivités de Saint-Pierre-et-Miquelon, Saint-Barthélemy et Saint-Martin, l'exercice de ces missions est assuré par l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM), qui agit « au nom, pour le compte et sous l'autorité de la Banque

de France », et dont l'activité est incluse dans les données mentionnées dans cet article.

La Banque de France exerce en outre un contrôle sur les opérateurs qui recyclent eux-mêmes les billets qui leur sont reversés afin de les remettre en circulation. Le cadre juridique relatif au recyclage externe ², adopté par l'Eurosystème en 2004 et entré en vigueur en France en 2006 précise en effet les conditions dans lesquelles les établissements de crédit et les établissements de paiement qui le souhaitent peuvent alimenter les automates en libre-service par des billets qui ne sont pas directement prélevés auprès d'une banque centrale de la zone euro. Pour cela, ces établissements, ainsi que leurs prestataires, doivent signer une convention avec la Banque de France, qui définit leurs obligations et les modalités des contrôles.

L'organisation de l'émission et de l'entretien des monnaies métalliques ne répond pas au même schéma que celui qui prévaut pour les billets. En effet, tandis qu'aux termes du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la compétence en matière de billets revient à la Banque centrale européenne (BCE), et aux banques centrales nationales, l'émission des pièces en euros demeure du ressort des États ³.



¹ Au 31 décembre 2014, 60 caisses institutionnelles sont en activité. Dans le cadre de la modernisation de ses activités fiduciaires, la Banque de France a procédé à la fermeture de sept caisses en 2014.

² Le « cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et autres professionnels appelés à manipuler des espèces », adopté en 2004, est entré en vigueur en France en 2006. Il a été remplacé par la décision de la BCE « relative à la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros », entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2011, qui reprend les principales dispositions.

³ La BCE conserve toutefois un contrôle sur le volume de pièces mis en circulation, l'article 128 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, paragraphe 2, stipulant que « les États membres peuvent émettre des pièces en euros, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission ».

En pratique, le Trésor s'appuie sur trois opérateurs :

- La Monnaie de Paris, établissement public à caractère industriel et commercial, qui frappe les pièces en euros ;
- La Banque de France, qui effectue la mise en circulation et le retrait des monnaies sur le territoire

métropolitain pour le compte du Trésor, auprès duquel elle exerce également un rôle de conseil dans la détermination du plan de frappe ;

- L'IEDOM, qui assure la mise en circulation et le retrait des monnaies pour le compte du Trésor dans sa zone d'intervention.

Carte I Les implantations de la Banque de France liées au traitement des billets en 2014



2| Les flux de billets et de pièces aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM en 2014

2| I En valeur, les flux de billets diminuent pour la seconde année consécutive

En 2014, tant la valeur des billets prélevés que la valeur des billets versés aux guichets des institutions d'émission⁴ ont diminué, pour la deuxième année consécutive. Les versements se sont établis à 170,2 milliards d'euros, en baisse de 2,7 % par rapport à 2013 et de 4,4 % par rapport à 2012. Les prélèvements ont atteint 176,5 milliards d'euros, en recul de 2,5 % par rapport à 2013 et de 4,6 % par rapport à 2012 (cf. graphique 1).

Exprimés en volume, les flux se sont également inscrits en baisse, pour la troisième année consécutive : 6 989 millions de coupures ont été versées aux guichets des instituts d'émission, en diminution de 2,7 % sur un an, et 7 273 millions de coupures ont été prélevées (- 2,3 %).

Cette diminution, conforme à la tendance observée depuis 2009, contraste avec la forte hausse des

flux enregistrée entre 2003 et 2008. Deux facteurs y contribuent :

- L'inflation, qui exerce un effet à la hausse sur la valeur des versements et des prélèvements (cf. graphique 2), a été particulièrement faible ces deux dernières années. Les prix à la consommation n'ont ainsi progressé que de 0,9 % en 2013 et de 0,5 % en 2014 en moyenne⁵.

- Le développement de la remise en circulation des billets par des opérateurs privés, qui limite les volumes adressés aux guichets de la Banque de France. En 2014, selon les données issues des opérateurs signataires d'une convention de recyclage, 1 044 millions de coupures ont été remises en circulation par ce biais.

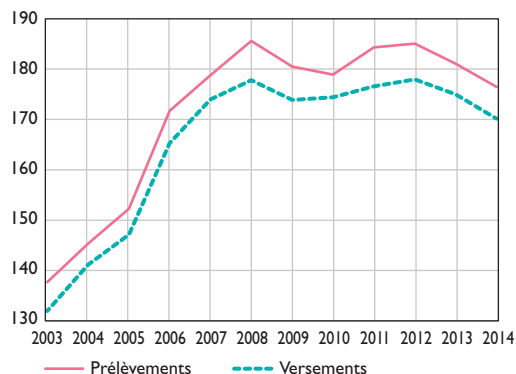
Au niveau de l'Eurosystème, 1 097,7 milliards d'euros (35,9 milliards de coupures) ont été versés et 1 157,5 milliards d'euros (36,8 milliards de coupures) ont été prélevés aux guichets des banques centrales nationales des 18 États membres⁶.

La comparaison des flux aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM avec la situation qui prévaut chez leurs partenaires européens met en évidence deux spécificités françaises :

- La France se positionne, par l'importance des flux traités aux guichets de ses instituts d'émission, à la seconde place parmi les pays membres de la zone euro (cf. graphique 3).

Graphique 1 Prélèvements et versements de billets aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM

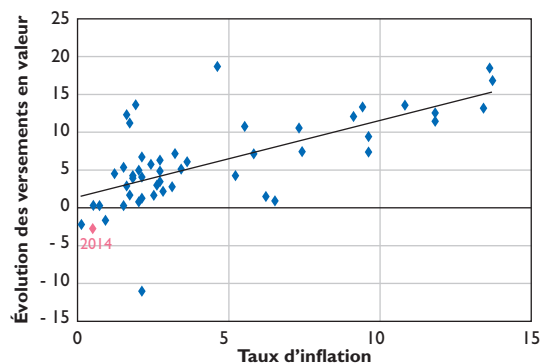
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 2 Corrélation entre les versements en valeur aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM et l'inflation, 1964-2014

(en %)



Sources : Banque de France, Insee.

⁴ Pris individuellement, les versements et prélèvements aux guichets de l'IEDOM sont en légère hausse.

⁵ Indice des prix à la consommation des ménages publié par l'Insee.

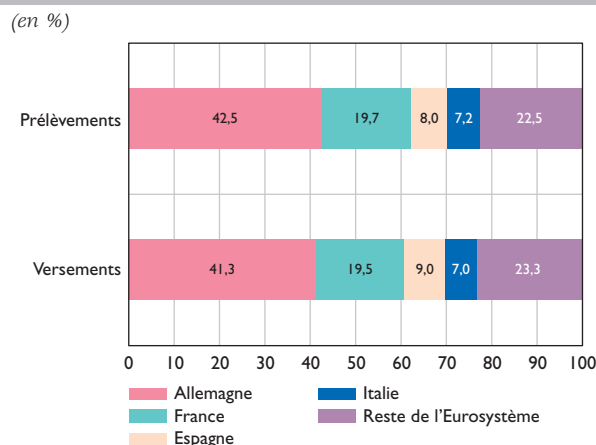
⁶ La Lituanie est devenue le dix-neuvième État membre de la zone euro le 1^{er} janvier 2015.

Cette situation s'explique par la place du recyclage externe, relativement plus faible en France que dans les autres grands pays européens, Allemagne exceptée.

- Les coupures de 10 € et de 20 € occupent une part relativement plus importante dans les flux aux guichets des instituts d'émission français que dans le reste de l'Eurosystème (cf. carte 2). Cette situation résulte des habitudes de paiement des Français, ainsi que des choix d'alimentation des distributeurs automatiques de billets par les établissements de crédit ⁷.

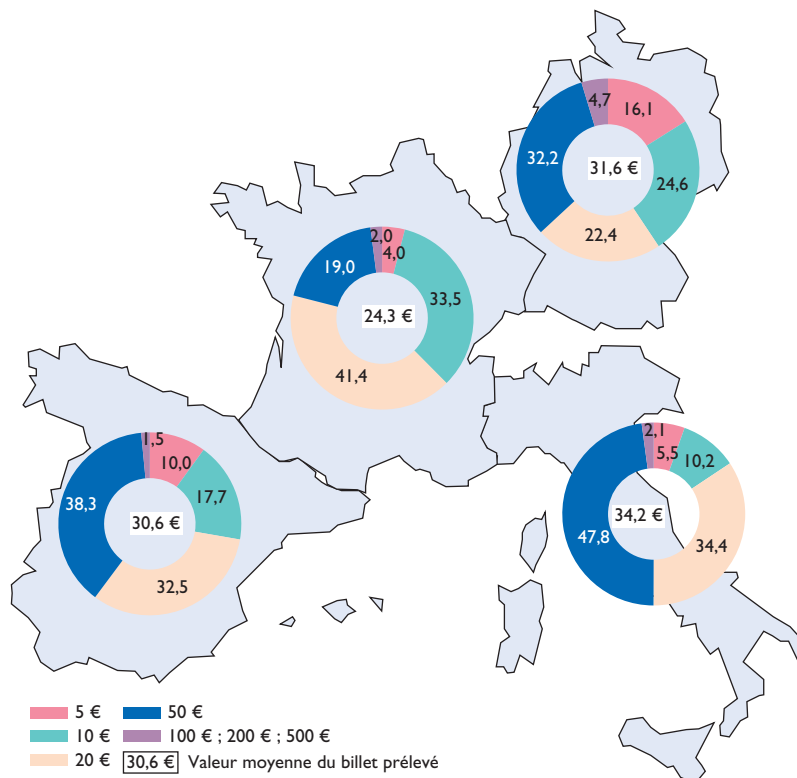
De par son importance dans la filière fiduciaire française, l'émission de la nouvelle coupure de 10 € a nécessité la mise en œuvre de moyens importants (cf. encadré 1). La réussite de son introduction ouvre la voie au lancement de la nouvelle coupure de 20 €, prévue le 25 novembre 2015.

Graphique 3 Part des principales banques centrales de l'Eurosystème dans les flux de la zone euro en 2014, en volume



Carte 2 Comparaison de la structure des prélèvements aux guichets des banques centrales des grands pays de l'Eurosystème, en volume

(répartition par coupure et par pays en %)



Sources : Banque de France et BCE.

⁷ D'après une enquête menée en 2012 par la Banque de France auprès des principaux établissements de crédit, 52 % des coupures mises à disposition du public par le biais des distributeurs automatiques de billets seraient des coupures de 20 €, et 31 % seraient des coupures de 10 €.

ENCADRÉ I

L'émission du nouveau billet de 10 € (ES2)

Dans le cadre de l'Eurosystème, les banques centrales nationales ont pour mission de garantir la qualité des billets en euros mis en circulation et de préserver la confiance du public dans la monnaie. Grâce à d'importantes avancées technologiques, une nouvelle série de billets en euros baptisée « Europe » (ES2) est développée avec des signes de sécurité plus faciles à contrôler via la méthode TRI (Toucher-Regarder-Incliner) et plus difficiles à contrefaire.

L'introduction de la série « Europe » a débuté en 2013 avec le lancement du nouveau billet de 5 €. Cette coupure a rapidement été adoptée par le public en se substituant sans encombre à l'ancienne. Au 31 décembre 2014, sur la base des données issues du tri, 92 % des billets de 5 € versés aux guichets de la Banque de France appartenaient à la série « Europe ».

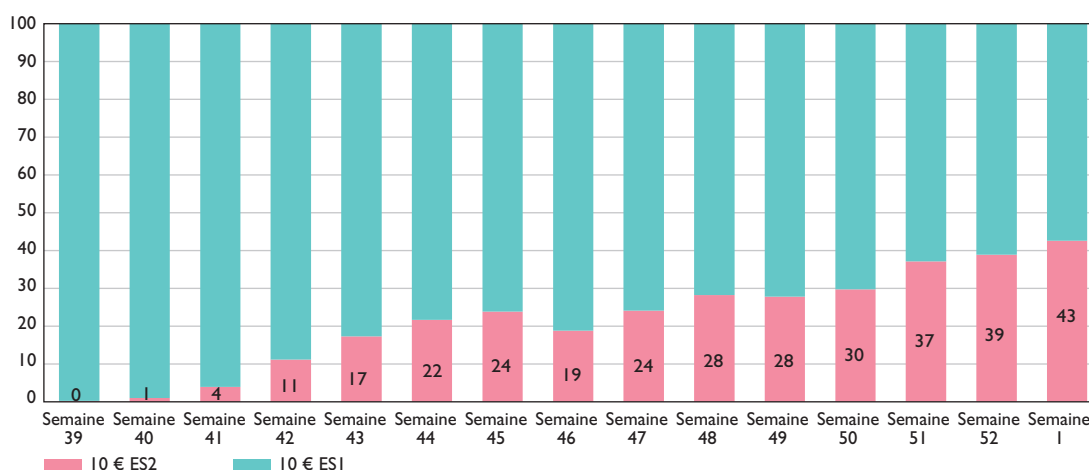
Dans l'optique d'une émission progressive de la nouvelle gamme, une deuxième coupure a été mise en circulation le 23 septembre 2014 : le billet de 10€ ES2.

Comme pour le billet de 5 € ES2, les signes de sécurité du nouveau billet de 10 € ont été renforcés avec l'ajout, notamment, du nombre émeraude et du portrait d'Europe dans le filigrane et l'hologramme. Il bénéficie également d'un vernis protecteur, qui lui garantit une meilleure longévité.

L'introduction du billet de 10 € ES2, deuxième coupure la plus utilisée en France, a démarré avec succès : la nouvelle coupure occupe déjà une part significative de la circulation du 10 €. Après quinze semaines, sur la base des données issues du tri, la part de la série ES2 dans les entrées françaises de billets de 10 € est estimée à 43 % (cf. graphique).

Part de la coupure de 10 € ES2 dans le tri de 10 € en France en 2014

(en %)



Source : Banque de France.

Après le succès de l'introduction des coupures de 5 € et 10 €, la mise en circulation de la série « Europe » continue avec le lancement du 20 € ES2, prévu pour le 25 novembre 2015.

2 | 2 Les sorties nettes de pièces sont en hausse

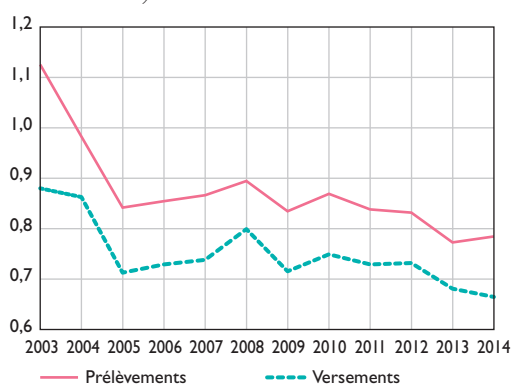
En 2014, les prélèvements de pièces aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM ont atteint 1 866 millions de pièces pour une contre-valeur de 785 millions d'euros, soit une augmentation de 1,5 % en valeur et une diminution de 1,9 % en volume par rapport à 2013. Les versements se sont établis à 991 millions de pièces pour une contre-valeur de 664 millions d'euros, en baisse de 2,4 % en valeur et de 7,1 % en volume (cf. graphique 4).

Ces évolutions se traduisent par une hausse des sorties nettes de pièces : + 30,3 % en valeur et + 4,8 % en volume.

Pour la zone euro, les versements s'établissent à 14,8 milliards de coupures pour une contre-valeur de 6,2 milliards d'euros. Les prélèvements atteignent 19,7 milliards de coupures pour une contre-valeur de 7,0 milliards d'euros.

Graphique 4 Prélèvements et versements de pièces aux guichets de la Banque de France et de l'IEDOM, en valeur

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

3 | Les émissions nettes de billets et de pièces en 2014

3 | 1 Les émissions nettes françaises de billets : une prépondérance de la coupure de 20 €

En 2002, l'introduction de l'euro fiduciaire a rendu obsolète le concept de « circulation fiduciaire » au niveau national, qui n'est désormais pertinent qu'au niveau de l'Eurosystème. Il représente l'ensemble des billets et des pièces en euros en circulation, y compris hors zone euro⁸. La circulation fiduciaire se calcule par différence entre la monnaie mise en circulation et celle retirée de la circulation. Au niveau des banques centrales nationales, la notion d'« émissions nettes »⁹ a vu le jour. Dans son calcul, l'existence des flux de billets et de pièces entre les pays de l'Eurosystème n'est pas pris en compte.

L'importance des migrations transfrontalières a pour conséquence des émissions nettes négatives pour certaines banques centrales nationales. À fin 2014, les banques centrales d'Autriche, de Chypre, d'Espagne et des Pays-Bas ont reçu plus de billets qu'elles n'en ont émis depuis l'introduction de l'euro.

Au 31 décembre 2014, la circulation fiduciaire de l'Eurosystème s'élève à 17,5 milliards de coupures pour une contre-valeur de 1 016,5 milliards d'euros soit une progression de 6,2 % en volume et de 6,3 % en valeur par rapport à 2013. À la même date, les émissions nettes françaises s'établissent à 4,2 milliards de billets pour un encours de 108,3 milliards d'euros avec une évolution favorable sur un an tant en volume (+ 7,2 %) qu'en valeur (+ 6,2 %).

En 2014, les taux de croissance des émissions nettes de billets s'écartent de la tendance baissière

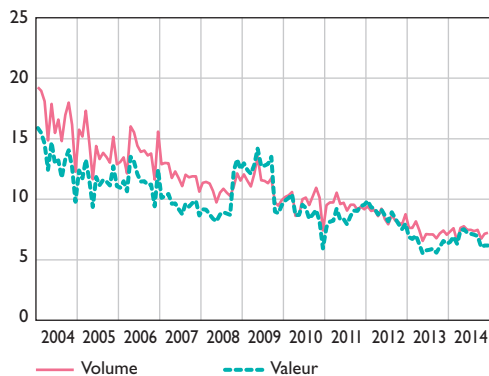
⁸ La BCE estime entre 14 % et 25 % la part des billets en euros détenus hors de l'Eurosystème, confirmation du rôle international de la monnaie unique.

⁹ Pour une banque centrale nationale, les émissions nettes sont définies comme la somme des prélèvements diminués des versements à ses guichets depuis l'adoption de l'euro.

Graphiques 5 Évolution du taux de croissance des émissions nettes de billets depuis 2004

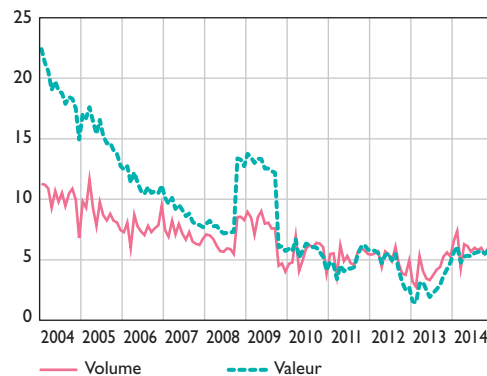
(en glissement annuel, en %)

a) France



Sources : Banque de France et BCE.

b) Eurosystem



habituellement observée, avec une stabilisation pour la France et une légère hausse pour l'Eurosystème (cf. graphiques 5). Ce regain de croissance de la circulation fiduciaire européenne s'explique par le rôle international de l'euro.

La France se positionne au deuxième rang en volume et au troisième rang en valeur des contributeurs à la circulation fiduciaire de l'Eurosystème. Elle représente ainsi 24,1 % des émissions nettes de l'Eurosystème en volume, mais seulement 10,7 % en valeur (cf. carte 3). Cet écart s'explique par les particularités de la structure des émissions nettes françaises et plus

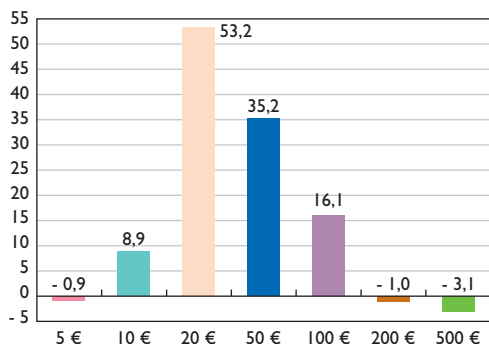
précisément par la prédominance du billet de 20 € (cf. graphiques 6).

La coupure de 20 € représente 49,1 % des émissions nettes françaises en valeur contre seulement 6,4 % de la circulation fiduciaire de l'Eurosystème. Cet écart résulte des habitudes de paiement des Français et de la place privilégiée de cette coupure dans les distributeurs automatiques de billets en France (cf. *infra*). Compte tenu de l'importance de cette coupure dans le contexte national, l'émission du nouveau billet de 20 € ES2 représente un enjeu important pour la Banque de France (cf. encadré 2).

Graphiques 6 Émissions nettes par coupure au 31 décembre 2014

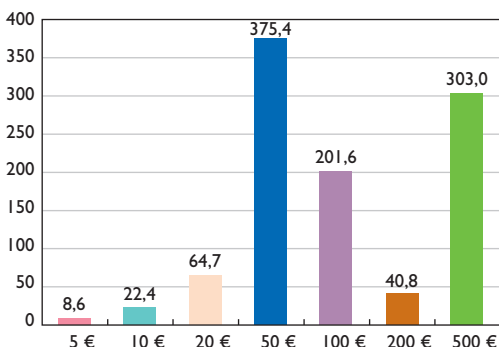
(en milliards d'euros)

a) France



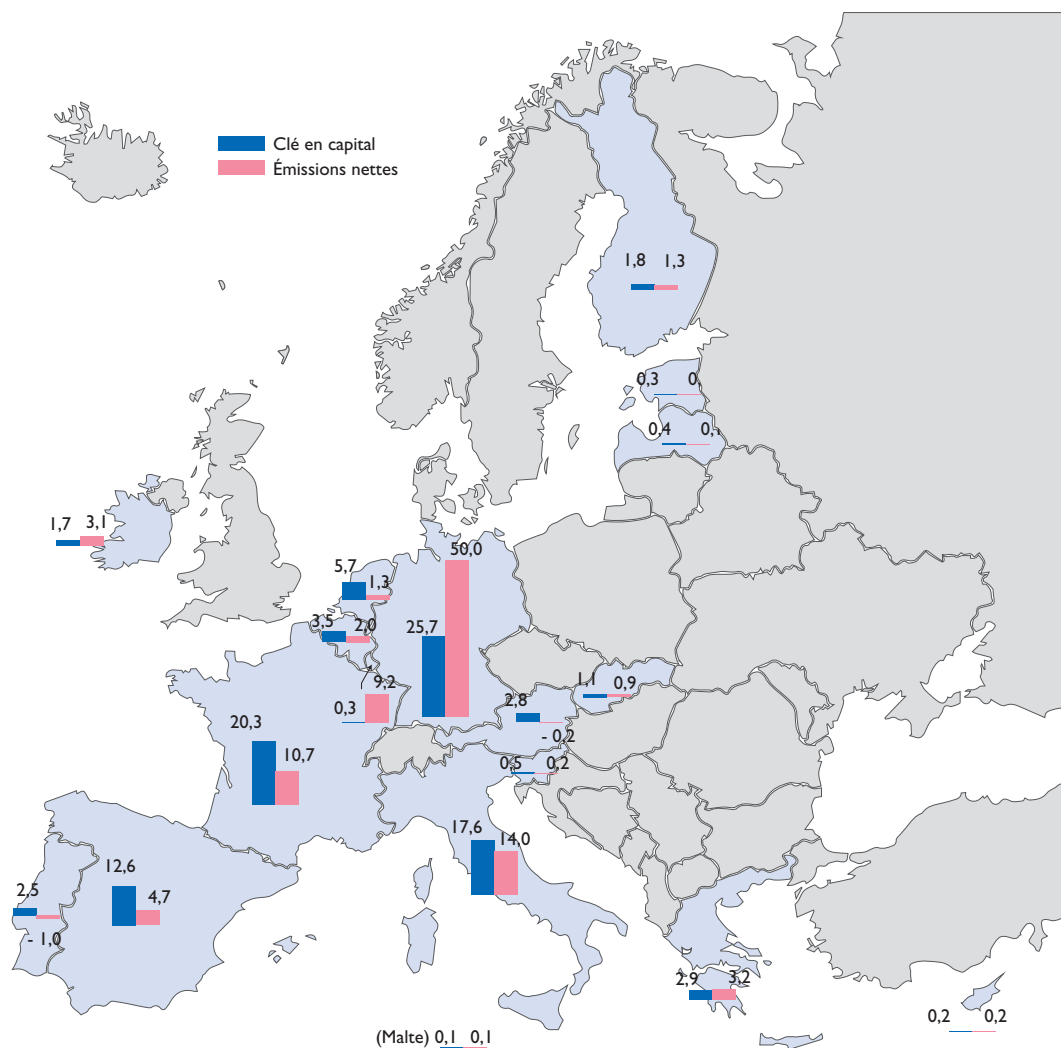
Sources : Banque de France et BCE.

b) Eurosystem



Carte 3 La contribution des banques centrales nationales à la circulation fiduciaire de l'Eurosystème en valeur et leur clé en capital de la BCE

(en %)



Sources : Banque de France et BCE.

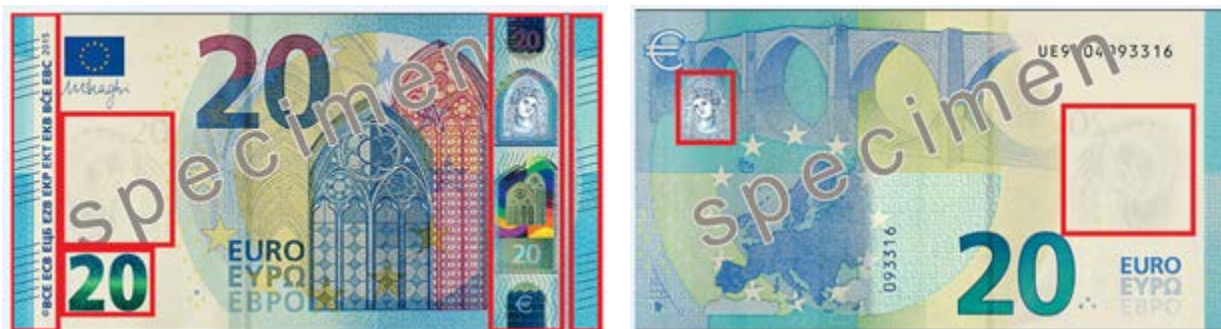
ENCADRÉ 2

Le nouveau billet de 20 € (ES2)

La mise en circulation du nouveau billet de 20 €, troisième billet de la série « Europe » (ES2), est prévue le 25 novembre 2015. Pour son émission, 6,5 milliards de billets de 20 € ES2 sont produits dans 6 pays (France, Allemagne, Italie, Espagne, Autriche et Portugal) et répartis entre les 19 États membres de la zone euro.

L'enjeu sera non négligeable pour la Banque de France compte tenu de la place dominante de la coupure de 20 € dans le porte-monnaie des Français. Au sein de l'Eurosystème, la France est l'un des principaux contributeurs à la circulation fiduciaire du 20 €, avec 2,7 milliards de coupures émises au 31 décembre 2014. Avec plus de 250 millions de coupures sortant chaque mois des guichets de la Banque de France, le billet de 20 € est la coupure la plus largement utilisée en France.

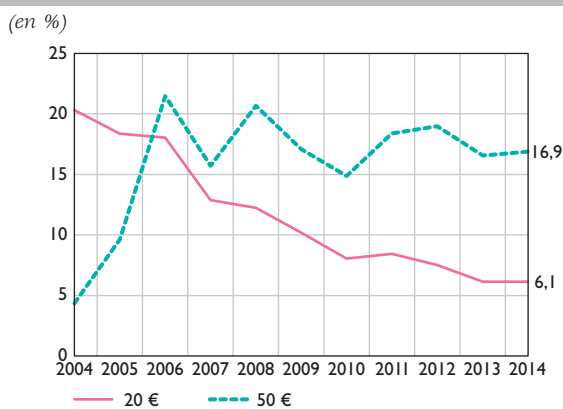
À l'image des billets de 5 € et de 10 €, le nouveau billet de 20 € comporte des signes de sécurité renforcés¹ : un nombre émeraude et un portrait d'Europe dans le filigrane. Grâce aux avancées technologiques, le billet de 20 € ES2 bénéficie, en outre, d'un signe de sécurité novateur sous la forme d'une « fenêtre portrait » intégrée dans l'hologramme. Face à la lumière, la fenêtre devient transparente et fait apparaître un portrait de la princesse Europe, visible sur les deux faces du billet.

Les nouveaux signes de sécurité authentifiables par la méthode TRI (Toucher, Regarder, Incliner)


La mise en circulation de cette nouvelle coupure par la Banque de France nécessite une préparation en amont de grande ampleur à savoir :

- l'adaptation des machines à l'authentification des nouveaux signes de sécurité et en particulier aux spécificités de la « fenêtre portrait » ;
- la gestion d'un stock supplémentaire de billets à répartir de façon optimale sur l'ensemble du territoire ;
- la communication vers les parties tierces notamment par des formations à l'authentification.

¹ Pour une présentation détaillée des signes de sécurité du nouveau billet de 20 €, consulter le site internet de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/billets-et-pieces/notre-monnaie-leuro/les-billets-en-eur/la-nouvelle-serie-europe.html>.

Graphique 7 Taux de croissance des émissions nettes en valeur des coupures de 20 € et de 50 €

Source : Banque de France.

Bien que le billet de 20 € soit le plus présent dans le porte-monnaie des Français, la coupure de 50 € fait preuve de davantage de dynamisme au regard du taux de croissance de ses émissions nettes : + 16,9 % contre + 6,1 % pour le billet de 20 € en 2014 (cf. graphique 7). Grâce à cette progression notable, la part de la coupure de 50 € dans les émissions nettes françaises tend à se rapprocher de celle observée dans la circulation européenne. En 2014, le billet de 50 € représente 32,5 % des émissions nettes françaises en valeur, contre 36,9 % au niveau de l'Eurosystème.

Les coupures de thésaurisation sont traditionnellement peu représentées en France. Seules les émissions nettes de la coupure de 100 € sont positives, avec une progression de 3,1 % en 2014. Au niveau de l'Eurosystème, le constat diffère avec un poids significatif des hautes dénominations en valeur (19,8 % pour le billet de 100 €, 4,0 % pour celui de 200 € et 29,8 % pour celui de 500 €) ainsi qu'une forte progression (respectivement + 9,0 %, + 2,5 % et + 3,9 %) grâce, notamment, aux contributions de l'Allemagne et de l'Autriche.

3|2 Les émissions nettes françaises de pièces : un faible taux de reversement des pièces rouges

Au 31 décembre 2014, la circulation des monnaies métalliques de l'Eurosystème s'élève à 110,9 milliards de pièces pour une contre-valeur de 25,0 milliards d'euros en progression de 4,7 % en volume et de 3,3 % en valeur. La France génère 16,2 % du volume

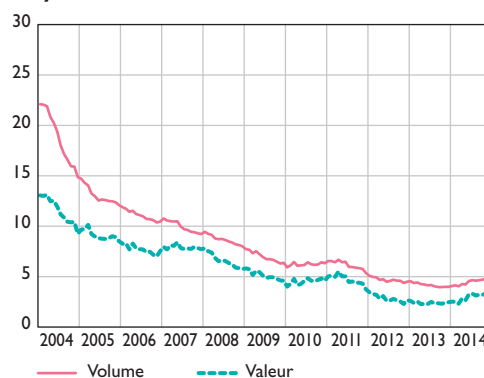
Graphiques 8 Évolution du taux de croissance des émissions nettes de pièces depuis 2004

(glissement annuel, en %)

a) France



b) Eurosystème



Sources : Banque de France et BCE.

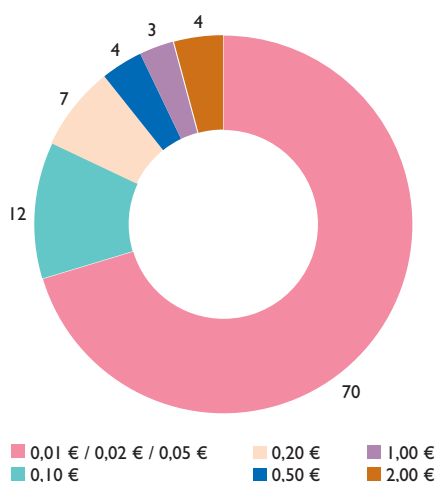
de pièces émises au sein de la zone euro. En valeur, elle représente 12,4 % de la circulation européenne derrière l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. À fin 2014, 17,9 milliards de pièces ont été émises en France pour un encours de 3,1 milliards d'euros. La croissance des émissions nettes françaises reste relativement dynamique, tant en volume (+ 5,1 %) qu'en valeur (+ 4,0 %) (cf. graphiques 8).

La structure des émissions nettes françaises est proche de celle de la circulation européenne avec une place prépondérante des coupures de faible valeur faciale. À fin 2014, les pièces rouges (1 c, 2 c et 5 c) représentent 70,3 % des émissions nettes françaises en volume et 63,3 % de celles de la zone euro (cf. graphiques 9). En 2014, elles contribuent à la croissance en volume des émissions nettes à hauteur de 80,1 % en France et de 75,2 % au niveau européen. Cette situation s'explique par un décalage entre les versements et les prélèvements lié à un taux de reversement constamment

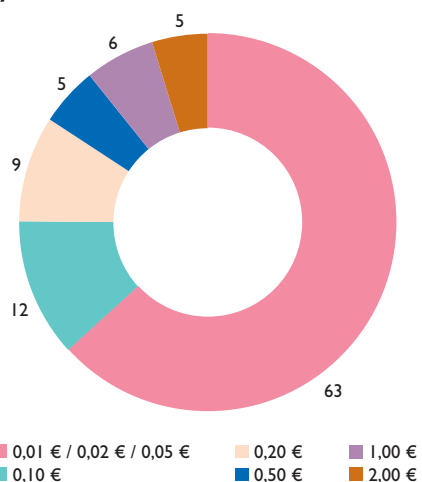
Graphiques 9 Structure des émissions nettes en volume au 31 décembre 2014

(en %)

a) France



b) Eurosysteme

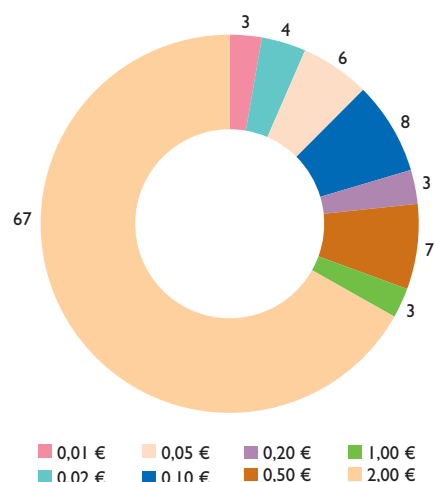


Sources : Banque de France et BCE.

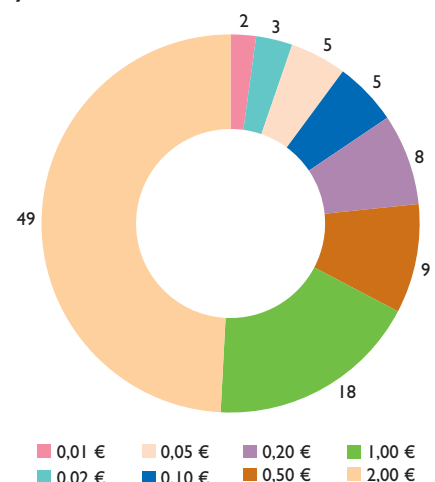
Graphiques 10 Répartition par coupure de la contribution à la croissance des émissions nettes en valeur au 31 décembre 2014

(en %)

a) France



b) Eurosysteme



Sources : Banque de France et BCE.

plus faible des pièces rouges (entre 13,1 % et 30,5 %) comparé aux autres coupures (entre 58,7 % et 98,4 %).

En revanche, la croissance en valeur des émissions nettes françaises se distingue par le dynamisme de la coupure de 2 € (66,8 % de la hausse) par rapport

à la faible contribution de la coupure de 1 € (2,6 %). Au niveau de l'Eurosysteme, la croissance en valeur de la circulation est également portée par les coupures bimétalliques, mais de façon plus équilibrée : à hauteur de 49,2 % par la coupure de 2 € et de 18,1 % par la coupure de 1 € (cf. graphiques 10).

Annexe

Statistiques sur les billets

Tableau 1 Évolution des flux de billets en valeur, France et Eurosystem, 2013-2014

(en milliards d'euros, variations en %)

		Billets versés aux guichets	Variation annuelle	Billets prélevés aux guichets	Variation annuelle
France	2013	175,0	- 1,7	181,1	- 2,2
	2014	170,2	- 2,7	176,5	- 2,5
Eurosystem	2013	1 123,3	n.s.	1 167,5	n.s.
	2014	1 097,7	- 2,3	1 157,5	- 0,9

n.s. : non significatif.

Source : Banque de France et BCE.

Tableau 2 Émissions nettes de billets au 31 décembre 2014, France et Eurosystem

(volume en millions de coupures ; valeur en milliards d'euros)

Coupures	France		Eurosystem	
	Volume	Valeur	Volume	Valeur
5 €	- 181,9	- 0,9	1 715,9	8,6
10 €	886,2	8,9	2 244,3	22,4
20 €	2 661,1	53,2	3 233,3	64,7
50 €	703,9	35,2	7 508,6	375,4
100 €	160,6	16,1	2 016,2	201,6
200 €	- 5,1	- 1,0	203,9	40,8
500 €	- 6,2	- 3,1	606,0	303,0
Total	4 218,6	108,3	17 528,2	1 016,5

Source : Banque de France et BCE.

Statistiques sur les pièces

Tableau 3 Évolution des flux de pièces aux guichets des banques centrales nationales, France et Eurosystem

(en millions d'euros, variations en %)

		Pièces versées aux guichets	Variation annuelle	Pièces prélevées aux guichets	Variation annuelle
France	2013	681	- 7,0	773	- 7,1
	2014	664	- 2,4	785	1,5
Eurosystem	2013	6 474	- 0,3	7 022	- 0,8
	2014	6 239	- 3,6	7 034	0,2

Source : Banque de France et BCE.

Tableau 4 Évolution des émissions nettes de pièces, France et Eurosystem, 2013-2014

(en millions d'euros ; variations annuelles en %)

Valeurs	France			Zone euro		
	2013	2014	Variation annuelle	2013	2014	Variation annuelle
0,01 €	51	54	6,4	277	294	6,2
0,02 €	84	89	5,4	432	457	5,7
0,05 €	130	137	5,5	857	896	4,5
0,1 €	200	210	4,8	1 272	1 316	3,4
0,2 €	257	260	1,4	1 951	2 013	3,2
0,5 €	313	321	2,8	2 716	2 790	2,7
1 €	523	526	0,6	6 513	6 657	2,2
2 €	1 423	1 504	5,7	10 189	10 580	3,8
Total	2 981	3 102	4,0	24 208	25 003	3,3

Note : Les données de Monaco sont incluses dans les données France à partir de 2014.

Source : Banque de France et BCE.

Glossaire

Caisse institutionnelle

Guichet de la Banque de France disposant d'un service de caisse ouvert aux établissements de crédit et assimilés.

Circulation fiduciaire

Depuis l'introduction de l'euro fiduciaire au 1^{er} janvier 2002, cette notion ne conserve de sens qu'au niveau de l'Eurosystème.

Elle correspond à l'ensemble des billets et/ou des pièces en euros en circulation, y compris hors de la zone euro. Elle se calcule par la différence entre le cumul des billets et/ou des pièces mis en circulation et celui des billets et/ou des pièces retirés de la circulation par les banques centrales membres de l'Eurosystème depuis leur adhésion à la zone euro.

À l'échelon national, la notion utilisée est celle d'émissions nettes.

Clé en capital

Le capital de la BCE provient des banques centrales nationales de l'ensemble des États membres de l'Union européenne.

Les parts des BCN dans le capital de la BCE sont calculées sur la base d'une clé reflétant la part des différents pays dans la population totale et le produit intérieur brut de l'Union européenne, ces deux données étant assorties d'une pondération identique. La BCE ajuste ces parts tous les cinq ans et chaque fois qu'un nouveau pays adhère à l'Union européenne.

Émissions nettes

Pour une banque centrale nationale, il s'agit de la somme cumulée des différences entre les flux de sortie (prélèvements) et ceux d'entrée (versements) à ses guichets depuis l'adoption de l'euro par ce pays. Au niveau de l'Eurosystème, la somme des émissions nettes des pays membres est égale à la circulation fiduciaire.

Eurosystème

Ensemble formé par la BCE et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. L'Eurosystème comprenait 18 pays au 31 décembre 2014, rejoints par la Lituanie le 1^{er} janvier 2015.

Prélèvement/sortie

Flux de pièces ou de billets dont le retrait a été enregistré aux guichets d'une banque centrale nationale et, *in fine*, délivrés au public.

Remise en circulation (recyclage externe)

La remise en circulation (ou recyclage externe) consiste, pour un opérateur agréé (établissements de crédit, transporteurs de fonds, commerçants), à authentifier et à vérifier la qualité des billets/pièces reçus en vue de les remettre en circulation au travers des distributeurs automatiques de billets/pièces.

Depuis l'adoption au niveau européen du « Cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces » en 2004 et son entrée en vigueur en France en 2006, les parties tierces qui le désirent disposent d'un cadre juridique leur permettant de recycler les espèces, sous réserve de la signature d'une convention avec la Banque de France, et sous son contrôle.

Sorties nettes

Pour une période et une zone géographique données, il s'agit de la différence entre les sorties et les entrées. La somme cumulée des sorties nettes nationales, depuis l'introduction de l'euro, correspond aux émissions nettes du pays considéré.

Versement/entrée

Flux de pièces ou de billets dont le dépôt a été enregistré aux guichets d'une banque centrale nationale.

En 2014 les principaux groupes français poursuivent leur consolidation financière et améliorent leur rentabilité

Laurent CARLINO et Anne-Sophie LAFON

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

Le chiffre d'affaires des quatre-vingts principaux groupes industriels et commerciaux français cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris se replie de 3,2 % sur l'année 2014. Ce recul est imputable à l'impact des changements de normes comptables, à hauteur de - 2,8 %, et à un effet de change défavorable évalué à - 1,2 %, tandis que la croissance organique enregistre une progression limitée à 0,3 %, comme les effets de périmètre à 0,5 %.

Si le taux de marge d'exploitation demeure globalement stable d'une année sur l'autre, à 15 %, le résultat opérationnel, qui était en diminution depuis 2011, augmente de 4 % en 2014, tandis que le résultat net s'apprécie de 33 %.

Les groupes sous revue confirment leur capacité à générer des liquidités. Ainsi, ils réussissent à conforter leur taux de marge nette d'un point, à 4 %, et ils diminuent légèrement leurs distributions de dividendes aux actionnaires. Renforçant la tendance observée depuis 2010, ils augmentent encore leur trésorerie, pour atteindre un montant record de 181 milliards d'euros. Ils semblent aussi avoir conservé leur attitude attentiste, au regard de la baisse de leur flux d'investissement. Ils continuent cependant d'observer une stratégie d'endettement opportuniste afin de bénéficier des meilleures conditions de financement tout en renforçant encore leur recours au marché obligataire, qui représente désormais 39 % de leurs modes de financement, part la plus élevée observée depuis 2009.

La structure financière des grands groupes sous revue demeure solide. Les capitaux propres connaissent une hausse de 4 % en 2014 pour atteindre leur plus haut niveau depuis 2009. En proportion des capitaux propres, les goodwill augmentent légèrement pour s'établir à 47 %.

La capitalisation boursière globale des quatre-vingts groupes étudiés progresse encore de 1,4 % en 2014 pour s'établir à 1 136 milliards d'euros. Ainsi, le niveau des capitalisations en fin d'année traduit toujours une confiance solide des investisseurs dans les grands groupes cotés français et leur soutien aux stratégies poursuivies pour le renforcement de la rentabilité.

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, goodwill

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

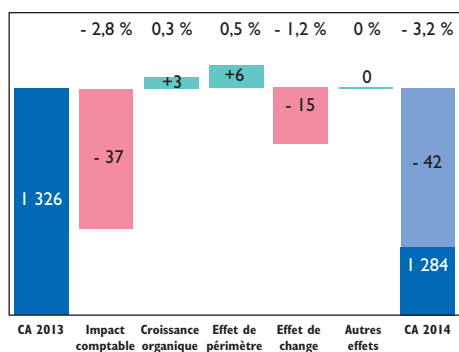
I | L'activité demeure atone en 2014

I | I Une croissance organique faible

Dans un environnement économique toujours contraint sur l'ensemble de l'année 2014, la croissance organique¹ du chiffre d'affaires total des quatre-vingts principaux groupes français cotés décélère. Après avoir atteint 1,9 % en 2013, elle se limite à 0,3 % en 2014 (soit + 3 milliards d'euros, cf. graphique 1). Alors que le marché européen se situe traditionnellement au cœur de l'activité des principaux groupes français, il est demeuré en 2014 à la source des plus fortes incertitudes qui pèsent sur la croissance mondiale. Malgré l'apparition progressive de signaux de reprise conjoncturelle en cours d'année, les pays européens restent globalement confrontés à des difficultés structurelles. L'investissement public et privé demeure faible, limité par les contraintes liées à la soutenabilité de la dette existante et par des doutes observés encore en fin d'année quant au rythme de la reprise économique. Parallèlement à cette situation européenne, le ralentissement des économies émergentes, et notamment de l'économie chinoise, a affaibli les relais de croissance portés par la demande extérieure.

Graphique 1 Décomposition de la variation du chiffre d'affaires

(en milliards d'euros et points de pourcentage)



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, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

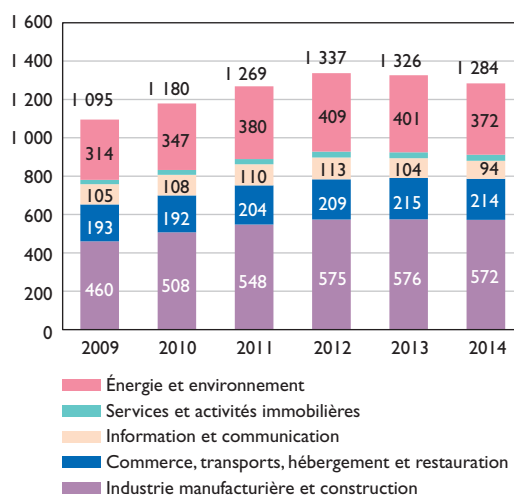
La croissance effective du chiffre d'affaires inclut, outre la croissance organique, les effets économiques des variations de change et de changement de périmètre des groupes, ainsi que les effets techniques induits par le changement de normes comptables (cf. graphique 2).

Compte tenu de l'ensemble de ces facteurs, le chiffre d'affaires s'inscrit en retrait de 3,2 % en 2014, passant de 1326 milliards à 1284 milliards d'euros, avec des situations relativement différenciées au plan sectoriel. Ainsi, l'activité de certains secteurs est en hausse, la plus forte progression étant enregistrée pour les entreprises de services ou intervenant dans les activités immobilières (+ 7,3 %), tandis que l'industrie manufacturière progresse beaucoup plus faiblement (+ 1,2 %). À l'opposé, les entreprises du secteur de l'énergie et de l'environnement accusent une forte chute de - 4,1 % imputable au repli du prix du pétrole à la fin de l'exercice 2014 et à la contre-performance d'un groupe important du secteur.

Cette nouvelle diminution du chiffre d'affaires intègre l'impact non négligeable de la révision des méthodes de consolidation en 2014, qui représente à lui seul une contribution négative à hauteur de 2,8 %. Depuis le 1^{er} janvier 2014, les principaux groupes étudiés sont en effet tenus d'appliquer les normes IFRS 10, 11 et 12. Elles ont modifié les définitions de contrôle des filiales

Graphique 2 Chiffre d'affaires par secteur d'activité

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

¹ Croissance mesurée à périmètre constant, et sans tenir compte des effets de change, de changement des normes comptables, etc.

par les maisons mères et provoqué la disparition de l'intégration proportionnelle ² comme méthode de consolidation des comptes au profit des mises en équivalence ³, ce qui a eu un impact très significatif d'environ 37 milliards d'euros sur la mesure du chiffre d'affaires ⁴.

Aux 37 milliards de baisse provenant du changement de normes comptables, s'ajoute un repli additionnel de 5 milliards, qui correspond au solde entre la contribution négative des effets de change et les effets positifs de périmètre et de croissance organique.

I | 2 L'éloignement des marchés se poursuit mais les effets de change restent négatifs

L'année 2014 s'inscrit dans la tendance de long terme observée depuis 2009, à savoir le processus progressif d'internationalisation des grands groupes français. En l'espace de cinq ans, la proportion de l'activité européenne dans l'activité totale de ces groupes diminue de 7 points de pourcentage, en passant de 68 % à 61 % de leur chiffre d'affaires (cf. tableau 1). La tendance à l'éloignement progressif des marchés reste par ailleurs une réalité : la zone Amériques représente désormais 18 % de l'activité et le reste du monde 22 %.

La dimension internationale des groupes étudiés va de pair avec une exposition, certes variable, au risque de change qui s'avère à nouveau défavorable. Ces effets de change pèsent négativement pour 1,2 point de pourcentage sur la variation de chiffre d'affaires entre

l'exercice 2013 et l'exercice 2014 (- 15 milliards d'euros). Cet impact est cependant à mettre en regard d'un effet de change nettement plus défavorable en 2013 et qui représentait un impact négatif de 2,8 points de pourcentage, soit 37 milliards d'euros. L'amélioration relative est à lier à la baisse de la parité euro/dollar entamée au cours du second semestre 2014, qui a notamment annulé une part significative des effets négatifs observés au premier semestre 2014 ⁵. Au vu de l'amplification de cette tendance depuis le début de l'année 2015, on peut anticiper un impact positif du change sur le chiffre d'affaires, au moins sur le premier semestre.

En partie en lien avec ces évolutions stratégiques et géographiques, la structure des quatre-vingts groupes évolue en fonction des acquisitions et des cessions de filiales. Année après année, le chiffre d'affaires est ainsi déformé par des changements de périmètre, qui reflètent la contribution nette des entités qui entrent et qui sortent du périmètre de consolidation. La plupart des grandes entreprises communiquent sur cette notion, ou fournissent des éléments qui permettent d'en évaluer l'importance. Quarante groupes ont ainsi mené une politique de croissance externe dynamique au cours de l'ensemble de l'exercice 2014, que ce soit dans le but d'étendre ou de diversifier leurs activités ou de rechercher et de développer des synergies. Parallèlement, seize groupes ont, au contraire, cédé des actifs périphériques qui les ont amenés à réduire leur périmètre. Ceci peut notamment s'expliquer par des repositionnements sectoriels ou géographiques. Dans l'ensemble, cet effet périmètre agit positivement sur le chiffre d'affaires, le rehaussant de 0,5 point (+ 6 milliards d'euros), sans toutefois compenser intégralement l'effet change.

Tableau 1 Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

(en %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Europe	68	65	63	63	62	61
Amériques	15	15	16	17	17	18
Reste du monde	18	20	21	21	21	22
Total	100	100	100	100	100	100

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

² L'intégration proportionnelle correspond à l'intégration de tous les éléments de bilan des filiales en pourcentage des quotes-parts de détention.

³ L'intégration par mise en équivalence consiste à substituer à la valeur des titres des filiales, inscrits à l'actif du bilan de la maison mère, la quote-part de l'ensemble des capitaux propres des filiales.

⁴ Pour plus d'informations sur le contenu de ces normes, cf. « La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement », Carlino L., Dairay G. et Servant F., Bulletin de la Banque de France n° 198, décembre 2014.

⁵ Cf. « La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement », Carlino L., Dairay G. et Servant F., Bulletin de la Banque de France n° 198, décembre 2014.

1 | 3 Porté par des anticipations plus favorables, le chiffre d'affaires des grands groupes rebondit au premier trimestre 2015

Le contexte général de fin 2014 a cependant été marqué par une relative reprise de confiance de la part des grandes entreprises, comme ont commencé à le traduire les enquêtes de conjoncture conduites à cette période. Confirmant cette évolution du climat des affaires, les chiffres actuellement diffusés par les grands groupes cotés sur leur activité du premier trimestre 2015 indiquent une hausse très significative de leur chiffre d'affaires, de 4,6 % par rapport à mars 2014. Cette croissance est soutenue par la forte baisse de l'euro face au dollar depuis le début de l'année 2015, mais est également favorisée par la baisse des prix des matières premières, et surtout du pétrole (à l'exception du secteur de l'énergie, que cette évolution tend par nature à pénaliser). La combinaison de ces deux facteurs a contribué à renforcer la compétitivité de certains groupes à l'exportation. De fait, certains d'entre eux voient leur activité progresser de plus de 50 % entre le premier trimestre 2014 et le premier trimestre 2015.

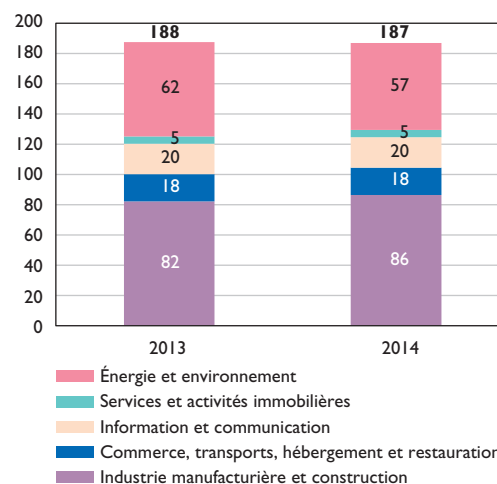
2 | Alors que l'activité stagne, le résultat net se redresse

2 | 1 La rentabilité d'exploitation et le taux de marge se maintiennent à un niveau stable

La rentabilité d'exploitation est estimée à travers l'EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortisation*), calculé lui-même par la différence entre les produits d'exploitation et les charges, avant dépréciation et amortissement⁶. Ce solde se rapproche ainsi de la notion d'excédent brut d'exploitation (EBE) utilisée classiquement en normes françaises. Il mesure la rentabilité des entreprises, indépendamment de l'effet sur leurs résultats de leurs politiques de

Graphique 3 Évolution de l'EBITDA

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

financement et d'investissement et de la fiscalité. Dans la population sous revue, quarante-et-un groupes communiquent directement sur ce solde intermédiaire. Pour les autres, nous l'avons reconstitué à partir des éléments intermédiaires disponibles dans les documents annuels.

Ainsi mesurée, la rentabilité d'exploitation des grands groupes baisse très modérément en 2014 (- 0,3 %), se rétractant de 600 millions d'euros (cf. graphique 3). Ce mouvement pénalise fortement le secteur de l'énergie (- 8 %), mais s'applique aussi à l'essentiel des groupes étudiés. En définitive, seuls les groupes opérant dans l'industrie manufacturière et la construction bénéficient d'une hausse de leur rentabilité d'exploitation, avec une progression annuelle de 5,1 % de leur EBITDA.

Rapportés à un chiffre d'affaires lui-même en baisse, ces résultats conduisent à calculer un taux de marge d'exploitation⁷ stable d'une année sur l'autre, à 15 %. L'étude des ratios sectoriels révèle, comme dans le cas de la rentabilité d'exploitation, de fortes disparités au niveau sectoriel.

⁶ Le chiffre d'affaires est la seule variable pour laquelle peuvent être distingués des éléments organiques, les effets de périmètre, de change et les effets de mesures techniques et réglementaires. Les évolutions des autres variables présentées ici résultent donc, à des titres divers, de ces différents facteurs de façon indiscernable.

⁷ Le taux de marge d'exploitation est défini par le ratio EBITDA/chiffre d'affaires ; il procure une vision sur la profitabilité des entreprises.

2|2 Le résultat opérationnel repart à la hausse

Intégrant notamment les dotations aux amortissements, le résultat opérationnel (EBIT) mesure la performance intrinsèque des activités du groupe, avant imputation du résultat financier et de l'impôt.

Pour les quatre-vingts plus grands groupes étudiés, il s'élève à 93 milliards d'euros, soit une progression de 4 milliards d'euros en un an (cf. graphique 4).

Cette hausse marque une rupture dans la tendance observée depuis 2011 et consacre le retour, à court terme au moins, à une dynamique d'amélioration des conditions d'exploitation de certains groupes (même s'il est vrai qu'elle reste concentrée sur un nombre limité d'entreprises) ainsi qu'à la constatation de pertes de valeur moins conséquentes qu'en 2013. Cet accroissement du résultat opérationnel est notamment très visible dans l'industrie manufacturière et la construction (+ 6 milliards), ainsi que dans le commerce, les transports, l'hébergement et restauration (+ 1 milliard). Les autres secteurs de l'économie connaissent en revanche une situation plus difficile : le résultat opérationnel baisse de 6 % dans l'information et communication, de 7 %

dans l'énergie et de 9 % dans le cas des services aux entreprises et des activités immobilières. Compte tenu de ces éléments, le taux de marge opérationnel des grands groupes⁸ se maintient à 7 %.

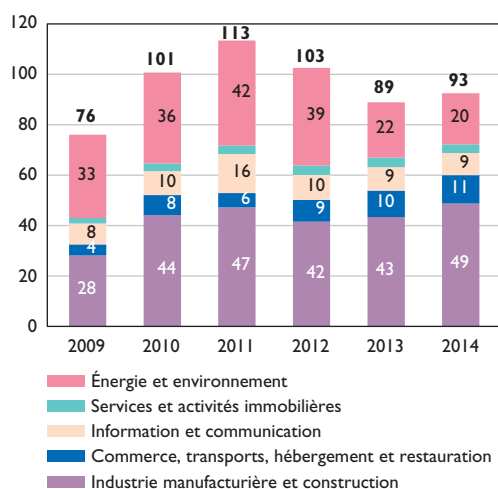
2|3 Le résultat net s'apprécie d'un tiers

Le résultat net correspond à l'intégration au résultat opérationnel des résultats financiers et des charges d'impôt. Au cours de l'année 2014, il a augmenté de 33 % indiquant une amélioration de la rentabilité nette. Pour mémoire, ce mouvement intervient après la dégradation continue de cet indicateur depuis 2011. L'amélioration aboutit à revenir au niveau de 2012 (55 milliards en 2014 contre 54 milliards en 2012, cf. graphique 5).

Cette hausse globale résulte d'une progression quasi générale du résultat net dans tous les secteurs, à la seule exception des services aux entreprises et des activités immobilières. À noter la bonne performance du secteur de l'énergie dont le résultat net progresse de 68 % (passant en un an de 4 milliards à 6 milliards d'euros). On assiste également à une réelle reprise du secteur de l'industrie manufacturière et construction

Graphique 4 Résultat opérationnel par secteur

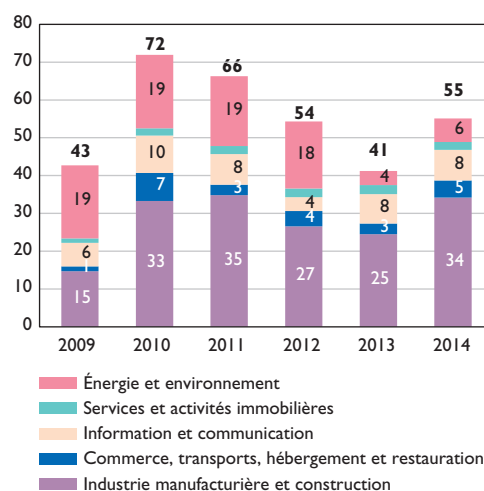
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

Graphique 5 Résultat net par secteur

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

⁸ Le taux de marge opérationnelle est calculé en rapportant le résultat opérationnel au chiffre d'affaires.

qui croît de 9 milliards d'euros et parvient à égaler les performances de 2011 (34 milliards d'euros).

Bien que le résultat opérationnel s'inscrive à la hausse, ce mouvement n'explique pas totalement l'amélioration du résultat net affiché par les grands groupes. En effet, le repli des autres éléments pris en compte dans le calcul de la rentabilité finale, telle une charge fiscale en baisse, a significativement joué. De surcroît, l'application de la norme IFRS 5 (activités non poursuivies) a, de manière ponctuelle, généré des produits financiers supplémentaires, en incorporant dans le résultat net des groupes un volume important d'activités en cours de cession⁹. Ces montants sont dans certains cas tout à fait significatifs, atteignant plusieurs milliards d'euros.

En rupture avec la tendance des trois dernières années, le taux de marge nette (résultat net sur chiffre d'affaires) progresse en un an d'un point de pourcentage, de 3,1 % à 4,3 %. Tout en présentant encore des disparités, tous les secteurs bénéficient d'une croissance de leur taux de marge nette et gagnent en homogénéité (cf. graphique 6).

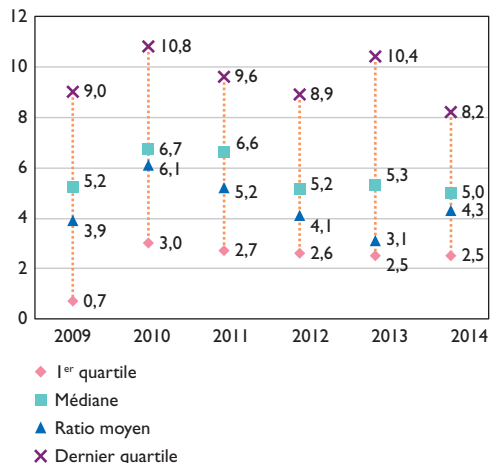
2 | 4 Le volume de dividendes versés s'allège

Par rapport à 2013, les quatre-vingts groupes sous revue ont légèrement réduit leurs distributions de dividendes, avec 37 milliards d'euros versés aux actionnaires en 2014, après 38 milliards en 2013 (cf. graphique 7). Ces distributions prennent appui sur les résultats nets engrangés en 2013 : alors évalués à 41 milliards d'euros, ces derniers correspondent au plus faible montant observé sur l'ensemble de la période étudiée.

En conséquence, le taux de distribution (ou « *payout ratio* ») des grands groupes¹⁰ progresse fortement en moyenne et passe en un an de 70 % à 90 %. Le « *payout ratio* » atteint ainsi son plus haut niveau depuis 2010, date à laquelle il avait atteint 87 %. Cependant, ce taux de distribution apparaît de plus en plus hétérogène entre les secteurs d'activité, avec des moyennes plus élevées, notamment pour l'énergie et l'environnement que pour l'industrie manufacturière et la construction.

Graphique 6 Taux de marge nette (résultat net/chiffre d'affaires)

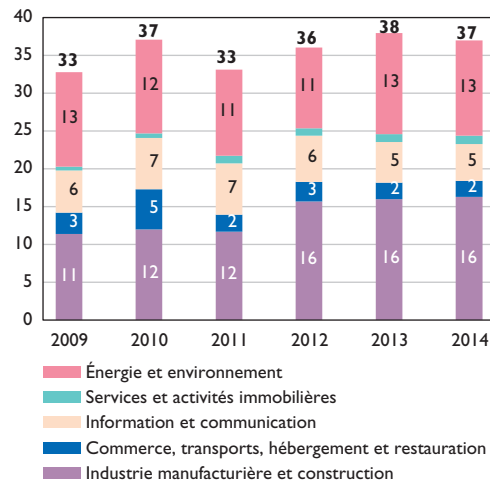
(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

Graphique 7 Dividendes versés

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

⁹ Cette norme a pour but de fournir des informations sur les effets financiers d'une cession d'actifs ou d'une cessation d'activité.

¹⁰ Ce ratio donne le montant du bénéfice annuel de la maison mère, restitué l'année suivante à ses actionnaires sous forme de dividendes, en pourcentage du résultat de l'ensemble du groupe.

3| La trésorerie augmente encore, les investissements diminuent

3|1 La trésorerie atteint un niveau record

En encours, la trésorerie des quatre-vingts principaux groupes français augmente de 13 milliards d'euros, passant en un an de 168 à 181 milliards d'euros, soit une hausse de près de 8 % (graphique 8). La trésorerie était restée stable entre 2012 et 2013. En 2014, la dynamique d'accumulation de liquidités est tirée par les secteurs de l'information et de la communication, ainsi que des services et des activités immobilières, avec un accroissement des encours de, respectivement, 44 % et 21 %, confirmant la stratégie prudente des groupes concernés.

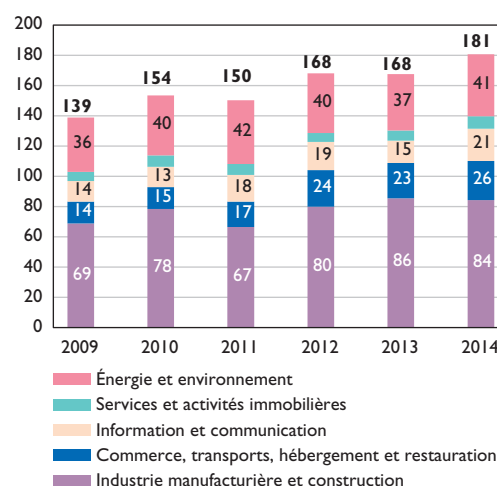
L'accroissement du stock de liquidités exerce cependant une faible pression à la hausse sur le ratio « trésorerie à la clôture sur total de bilan », dans la mesure où l'ensemble du bilan a augmenté dans les mêmes proportions. Ce ratio ne gagne que 0,3 point de pourcentage et passe de 8,3 % à 8,6 % en moyenne.

L'analyse sectorielle des flux de trésorerie met en évidence l'important volume de liquidités générées par les groupes de l'information et de la communication, avec un flux de trésorerie positif de 6,5 milliards d'euros, contre - 3,8 milliards en 2013, soit une variation de flux de 10 milliards en un an (cf. tableau 2). Dans l'ensemble, cette hausse compense entièrement les pertes de trésorerie de 7 milliards d'euros générées par les grands groupes de l'industrie.

Cependant, l'analyse détaillée des flux de trésorerie par nature (flux sur activités opérationnelles, de financement ou d'investissement) montre que

Graphique 8 La trésorerie à la clôture

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

la hausse de 13 milliards de l'encours de liquidité dégagé en 2014 ne provient pas de gains au titre de l'exploitation, mais de moindres flux d'investissement, financiers et non financiers.

3|2 Des flux de trésorerie d'exploitation en baisse de 2 %

Les flux de trésorerie générés par les activités opérationnelles d'une entreprise correspondent à la différence entre sa capacité d'autofinancement et la variation de son besoin en fonds de roulement. Dans un contexte économique incertain, ces flux ont légèrement diminué, passant pour les groupes sous revue de 138 milliards en 2013 à 134 milliards en 2014. Ce volume correspond aussi au minimum observé sur la période d'analyse, traduisant un affaiblissement progressif de la capacité de certains groupes français à

Tableau 2 Flux de trésorerie par secteur d'activité

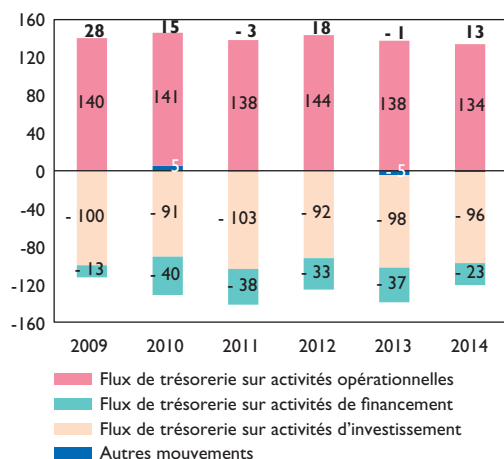
(montants en milliards d'euros)

Secteur d'activité	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Commerce, transports, hébergement et restauration	- 1,5	0,0	2,3	7,4	- 1,0	2,7
Énergie et environnement	4,6	3,6	2,4	- 2,5	- 3,7	1,9
Industrie manufacturière et construction	22,9	9,5	- 11,7	13,3	5,8	0,2
Information et communication	0,7	- 0,2	4,3	1,1	- 3,8	6,5
Services et activités immobilières	1,0	1,8	- 0,5	- 1,4	1,4	1,8
Total	27,7	14,7	- 3,2	17,9	- 1,3	13,1

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

Graphique 9 Décomposition des flux de trésorerie

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

dégager des ressources à partir de leurs seules activités opérationnelles (cf. graphique 9).

Alors que le niveau des stocks reste stable à 153 milliards d'euros, le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) recule en 2014 pour atteindre 153 milliards, contre 175 milliards un an plus tôt (cf. tableau 3)¹¹. Cette contraction touche l'ensemble des secteurs de l'économie à l'exception du secteur des services et activités immobilières.

Elle provient de la diminution de 20 milliards du solde de crédit interentreprises, différence entre les créances commerciales et les dettes fournisseurs. Cette variation est en grande partie liée aux changements de méthodes comptables (IFRS 10-11-12, cf. *supra*), par lesquelles les activités de financement d'un des grands groupes, jusqu'alors comptabilisées en créances clients, sont désormais comptabilisées en partenariat par mise en équivalence, pour un montant de l'ordre de 17 milliards d'euros.

3 | 3 Les flux d'investissement diminuent malgré les acquisitions réalisées en 2014

Les flux liés aux activités d'investissement se décomposent en quatre grands types d'opérations et une rubrique résiduelle :

- les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les acquisitions d'immobilisations financières ;
- les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les cessions d'immobilisations financières.

Tableau 3 Formation du besoin en fonds de roulement d'exploitation

(montants en milliards d'euros)

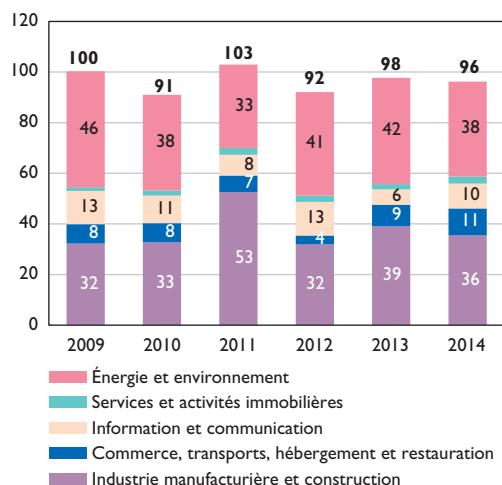
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Encours client (A)	226	245	261	263	251	240
Encours fournisseurs (B)	197	215	234	236	230	240
Solde du crédit interentreprises (A - B)	30	30	28	27	21	0
Stocks (C)	131	141	154	156	154	153
BFRE (A - B + C)	161	170	182	182	175	153
Par secteur d'activité :						
Commerce, transports, hébergement et restauration	- 2	- 1	83	3	2	2
Énergie et environnement	55	56	58	57	51	45
Industrie manufacturière et construction	110	118	127	127	124	110
Information et communication	- 5	- 6	- 7	- 8	- 6	- 6
Services et activités immobilières	2	3	3	2	2	0
Total	161	170	182	182	175	153

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

11 Le BFRE correspond au volume de financement nécessaire à la mise en œuvre de l'activité de production d'une entreprise.

Graphique 10 Flux d'investissement par secteur d'activité

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

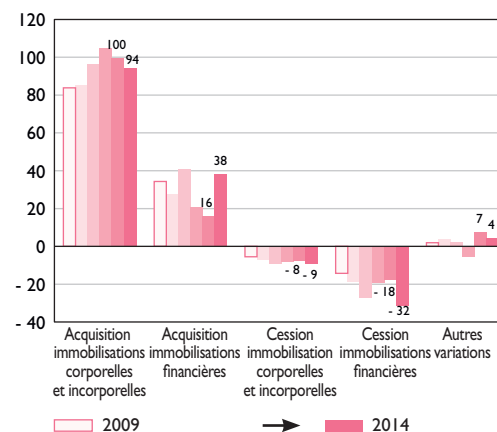
Enfin, les « autres variations », qui retracent en solde net des opérations pour lesquelles le classement entre les quatre rubriques précédentes n'est pas publié.

Sur l'année 2014, cet ensemble forme un flux global d'investissement de 96 milliards (cf. graphique 10), en baisse de 2 % par rapport à 2013.

L'étude des différentes composantes du flux global d'investissement met en lumière la baisse des opérations liées aux investissements corporels et incorporels bruts (- 6 milliards, cf. graphique 11), qui souligne la prudence de certains groupes quant à leurs dépenses et contribue au renforcement de leur stock de liquidités. Les acquisitions brutes d'immobilisations financières ont néanmoins connu une vive augmentation de 22 milliards, soit + 135 %. Elle résulte en grande partie d'une opération de fusion-acquisition dans le secteur de l'information et de la communication. Cette opération a, de manière symétrique, une influence directe sur les cessions d'immobilisations financières qui s'élèvent dès lors à 32 milliards en 2014, contre 18 milliards en 2013. Enfin, les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles tendent à augmenter, à 9 milliards d'euros. En termes nets, les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles se réduisent et allègent de 7 milliards la trésorerie, comparée à 2013, alors que les acquisitions nettes d'immobilisations financières l'alourdissent de 8 milliards. La baisse des flux de

Graphique 11 Décomposition des flux de trésorerie sur activités d'investissement

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

trésorerie s'explique donc principalement par la diminution du montant des autres variations, qui avaient connu une forte hausse en 2013.

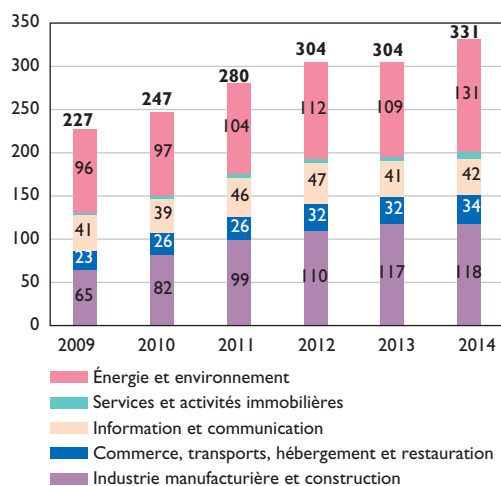
3 | 4 L'endettement obligataire augmente de 9 %

S'agissant des entrées de capitaux, les groupes sous étude ont favorisé les émissions de titres et augmenté ainsi de 9 % (de 304 à 321 milliards d'euros) leur stock de dette obligataire par rapport à 2013 (cf. graphique 12). Se présentant comme substitut au crédit bancaire, ce type d'émission permet de financer l'investissement ou de restructurer l'endettement dans des conditions plus favorables, en premier lieu en termes de taux d'intérêt. L'orientation croissante des entreprises vers ce mode de financement au cours des années récentes traduit une stratégie de refinancement et d'optimisation des bas de bilan. Elle est parfois opportuniste lorsque les groupes l'utilisent en vue de rembourser par anticipation la dette existante, contractée à des taux plus élevés que ceux d'aujourd'hui, et réempruntent aussitôt.

Cette démarche s'inscrit dans une tendance de fond, à savoir la progression continue depuis cinq ans de la part de l'endettement obligataire au détriment, en termes relatifs, du financement bancaire. Cette réorientation des stratégies financières, caractérisées jusqu'alors par

Graphique 12 L'endettement obligataire

(en milliards d'euros)

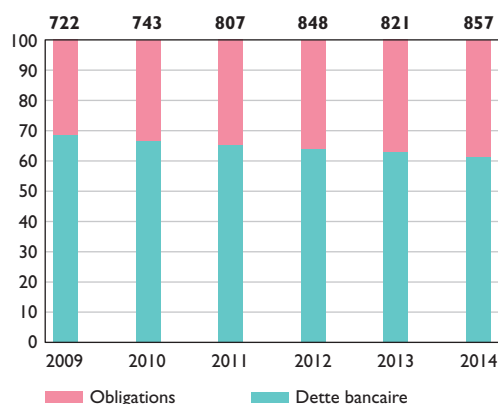


Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

un recours préférentiel à l'emprunt bancaire, marque une mutation partielle vers des modes de financement désintermédiés, alors que les conditions offertes par les marchés apparaissent à la fois stables et attractives. Alors que l'endettement obligataire représentait 31 % du total de l'endettement des quatre-vingts principaux groupes français en 2009, sa part est ainsi passée à 39 % en 2014 (cf. graphique 13).

Graphique 13 Décomposition des modes de financement

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

3 | 5 L'endettement bancaire s'accroît de 1,2 %

L'encours des dettes bancaires passe de 517 milliards à 526 milliards en un an, soit une hausse de 1,2 % de 2013 à 2014 (cf. graphique 14).

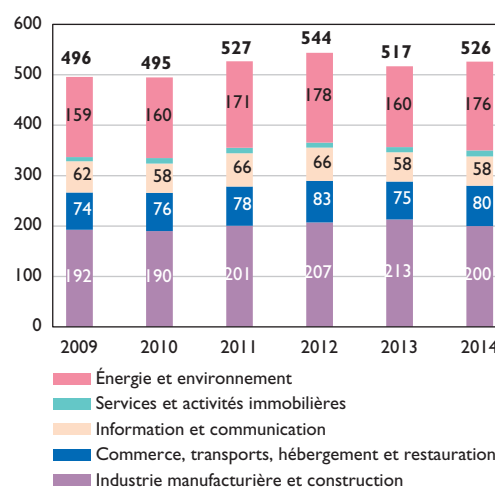
Cet endettement est essentiellement porté par les groupes de l'énergie, qui, après un fort désendettement l'année précédente, renforcent à nouveau leur recours à des ressources bancaires (+ 16 milliards d'euros, soit 10 % de leur endettement financier). Le secteur du commerce s'endette lui aussi de nouveau, pour 5 milliards d'euros supplémentaires. À l'inverse, l'industrie réduit ses dettes bancaires de 6 %.

Cette reprise de l'endettement des groupes peut être en partie reliée aux bonnes conditions en matière de taux d'intérêt, révélant une stratégie d'endettement opportuniste.

Le taux d'endettement bancaire, calculé en rapportant les dettes bancaires aux capitaux propres, baisse légèrement en 2014, passant de 79 % contre 78 %. Il revient ainsi à son niveau de 2010. Parallèlement, le taux d'endettement financier, calculé en rapportant l'ensemble des dettes bancaires et obligataires aux capitaux propres, stagne d'une année sur l'autre à 126 %.

Graphique 14 Les dettes bancaires par secteur

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

Cela confirme donc l'importance que prend le financement obligataire. Cette évolution ne remet pas en cause le processus de renforcement opéré en 2013 par les groupes sur leur structure financière.

4| Les fonds propres se renforcent malgré l'impact fortement négatif des « autres éléments du résultat global » (OCI)

4| I Des capitaux propres en forte progression

En 2014, le niveau des capitaux propres des grands groupes se renforce de près de 22 milliards d'euros, pour atteindre en fin d'année un total de 627 milliards d'euros, soit le niveau de fonds propres le plus élevé mesuré depuis le début de l'étude (cf. graphique 15). Cette augmentation est la première constatée depuis 2011 et rompt ainsi avec trois exercices de stagnation. Elle est pratiquement cantonnée au seul secteur de l'information et de la communication, au

sein duquel un groupe en particulier a réalisé une fusion-acquisition valorisée à 7 milliards d'euros.

4|2 Les autres éléments du résultat global toujours plus négatifs

L'une des particularités des comptes consolidés en normes IFRS se rapporte aux « autres éléments du résultat global » (communément désignés par l'acronyme anglais OCI – *other comprehensive income*). Imputés directement sur les capitaux propres – qu'ils peuvent ainsi faire évoluer significativement – ces produits et charges comptables n'ont en revanche pas d'impact sur la trésorerie des entreprises, ni sur leur résultat net. Ajoutés à ce dernier, ils définissent le résultat global, qui intègre dès lors les gains ou pertes liés aux écarts de valorisation de certains actifs ou engagements concernés par la notion de juste valeur introduite en normes IFRS : variations en juste valeur des actifs financiers disponibles à la vente, gains ou pertes actuariels sur les régimes de retraite à prestations définies, variations en juste valeur des couvertures de flux de trésorerie, variation des écarts de conversion provenant des filiales dont les comptes sont établis en devises étrangères et variations de valeur des actifs corporels ou incorporels.

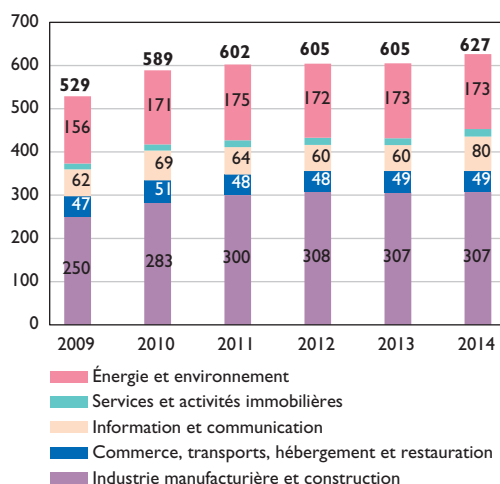
L'étude agrégée des OCI dans le cadre du résultat global présente l'avantage de montrer de quelle manière des éléments incorporés aux capitaux propres, mais non détaillés individuellement sur ce poste, ont un impact direct et significatif sur la performance financière des entreprises.

Ainsi en 2014, et malgré l'impact négatif croissant des OCI, celle-ci s'améliore significativement, puisque le résultat global des principaux groupes français étudiés atteint 37 milliards d'euros, en augmentation de 29 % en un an (cf. graphique 16).

En dehors du fait qu'une même entreprise peut inclure des éléments variables dans ce poste, la variance des OCI dépend de variables exogènes à forte volatilité, telles que le taux de change, les stratégies de couverture opérationnelle des risques¹² et les taux de marché utilisés pour les calculs actuariels. L'analyse de la composition des OCI confirme à nouveau

Graphique 15 Les capitaux propres part du groupe

(en milliards d'euros)

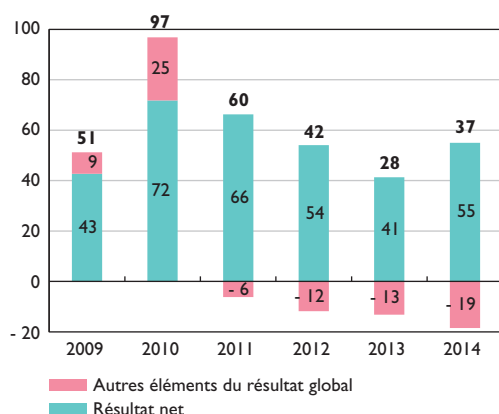


Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

12 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 16 Résultat net et résultat global

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015.
Calculs Banque de France, mai 2015.

cette propriété (cf. graphique 17). Elle révèle une inversion totale des flux par rapport à l'année 2013. Les contributions négatives les plus fortes proviennent en premier lieu des écarts actuariels liés aux provisions de retraites, fortement touchées par la faiblesse du niveau des taux d'intérêt, source de hausse mécanique

des provisions. L'autre poste impactant négativement les OCI sont les instruments de couverture, dont la valorisation est affectée par la baisse du taux de change euro/dollar au second semestre 2014.

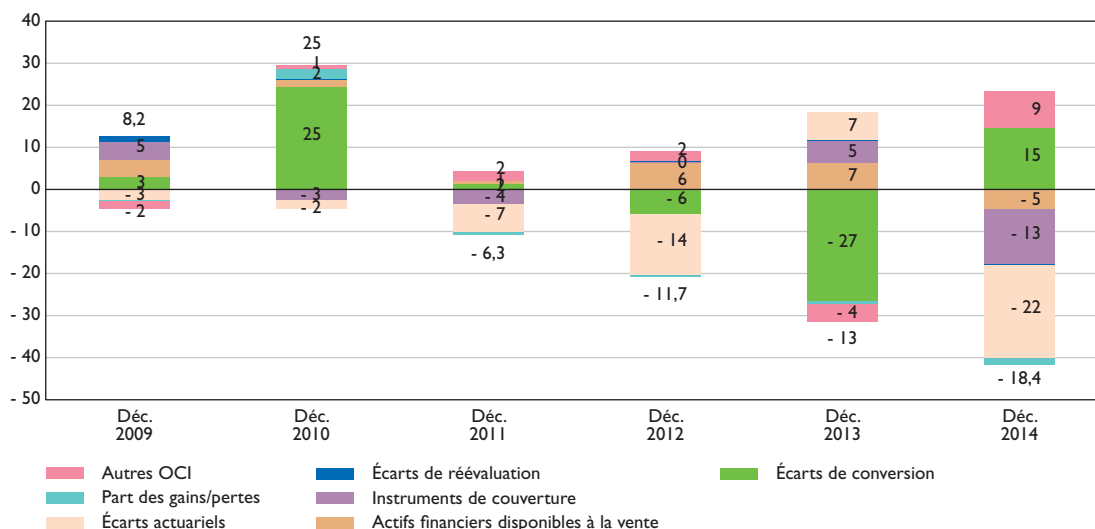
4 | 3 Des écarts d'acquisition représentant près de la moitié des capitaux propres

Au 31 décembre 2014, les *goodwills*¹³ nets des grands groupes cotés atteignent près de 320 milliards d'euros, soit environ 47 % des capitaux propres. On observe que ce ratio est en légère progression par rapport à l'exercice 2013 (+ 1 %).

De nombreuses opérations financières d'envergure ont eu lieu au cours de l'année 2014, impliquant diverses dépréciations importantes de *goodwills*. Ainsi, les participations dans certaines sociétés ont subi de lourdes pertes de valeur. Sur notre échantillon de quatre-vingts groupes, plus d'une trentaine ont subi une perte de valeur sur leur *goodwill*, principalement dans l'industrie manufacturière.

Graphique 17 Décomposition des OCI

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes, avril 2015. Calculs Banque de France, mai 2015.

¹³ Les *goodwills* correspondent à un écart d'acquisition, c'est-à-dire la différence entre le coût d'une acquisition et la juste valeur de la société acquise.

4|4 Les capitalisations boursières augmentent moins qu'en 2013

La capitalisation boursière globale des quatre-vingts groupes étudiés augmente encore au cours de l'année 2014 pour s'établir à 1 136 milliards d'euros. Cette progression est donc plus faible que l'année précédente, à 1,4 %.

Le « *Price to book ratio* », qui mesure le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable,

stagne au cours de l'exercice 2014 à 1,7 en moyenne. Cette stabilité s'explique par une hausse simultanée des deux composantes du ratio, au numérateur et au dénominateur.

Il n'en demeure pas moins que les niveaux de capitalisation constatés en fin d'année 2014 traduisent toujours une confiance solide des investisseurs dans les grands groupes cotés français, et marquent leur soutien aux stratégies poursuivies pour le renforcement de la rentabilité.

Annexe I

Méthodologie

L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant publié des comptes annuels au 31 décembre 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 annuels 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, Engie (ex-GDF-Suez), Maurel & Prom, Suez Environnement, Total, Veolia
Industrie manufacturière et construction	Airbus group (ex-EADS), Air Liquide, Alcatel Lucent, Arkema, Bic, BioMérieux, Bouygues, CCG, Danone, Dassault Aviation, Eramet, Essilor, Eurofins, Groupe Bel, Hermès, Imerys, Ingenico, Ipsen, Lafarge, Legrand, L'Oréal, LVMH, Michelin, Nexans, Peugeot SA, Plastic Omnium, Renault, Safran, Sartorius Sted, SEB, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, 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), Orpea, Rallye, Rexel, Rubis
Information et communication	Atos, Capgemini, Dassault Systèmes, Germalto, Iliad, Ipsos, Lagardère, Métropole TV, Numericable-SFR, Orange, Technicolor, Vivendi
Services et activités immobilières	Bourbon, Bureau Veritas, Edenred, Havas ^{a)} , 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, STMicroelectronics ;
- établissements financiers et assimilés : AXA, BNP Paribas, CIC, CNP, Coface, Crédit Agricole, Euler Hermès, Eurazéo, Euronext, Fimalac, Natixis, Scor SE, Société Générale ;
- groupes n'arrêtant pas leurs comptes au 31 décembre : Alstom, Elio, Eutelsat Communications, Neopost, Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Sodexo, Ubisoft, Vilmarin & Cie, Zodiac Aerospace ;
- sociétés foncières : Altarea, FDL, Foncière des murs, Foncière des régions, Foncière lyonnaise, Gecina Nom., Icade, Klépierre, Mercialis, Unibail-Rodamco ;
- groupes déjà consolidés dans un autre groupe ou fonds d'investissement : Artois Nom., Burelle, Cambodge Nom., Casino Guichard, Christian Dior, Colas, Faurecia, FFP, Financière de l'Odéon, Havas (à partir de 2013), Paris-Orléans, TF1, Worldline.

Annexe 2

Données analysées

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

I. INFORMATIONS GÉNÉRALES	V. VARIATION DES CAPITAUX PROPRES
Nom de l'établissement	Variation du capital social
N° SIREN	Dividendes versés (part groupe + part minoritaire)
Code NACE de l'activité principale	Écart de conversion
II. COMPTE DE RÉSULTAT	Écarts sur instruments financiers
Chiffre d'affaires	Réévaluations des autres actifs
<i>Dont chiffre d'affaires en France</i>	Pertes et gains actuariels
<i>Dont chiffre d'affaires par zones géographiques (Europe, Amériques, reste du monde)</i>	Mises en équivalence d'entreprise
EBITDA	VI. FLUX DE TRÉSORERIE
Résultat opérationnel	Flux de trésorerie sur activités opérationnelles
Résultat opérationnel courant	Flux de trésorerie sur activités d'investissement :
Résultat net	• acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles • acquisition d'immobilisations financières • cession d'immobilisations corporelles et incorporelles • cession d'immobilisations financières
III. RÉSULTAT GLOBAL	Flux de trésorerie sur activités de financement
Variation des écarts de conversion	Variation de trésorerie nette
Actifs financiers disponibles à la vente	Trésorerie nette à la clôture
Couvertures des flux de trésorerie	VII. MONTANT DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE
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	
IV. 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	
<i>Dont dettes obligataires</i>	
Intérêts minoritaires	
Capitaux propres	
Dettes fournisseurs	
Total du passif (courant et non courant)	

Revenus d'investissements directs à l'étranger et profits des groupes du CAC 40 de 2005 à 2013

Dominique NIVAT

Direction des enquêtes et des statistiques sectorielles

Service des Investissements directs

La compétitivité des grands groupes français ne se mesure pas seulement à l'évolution du volume de leurs exportations à partir du territoire national, mais doit aussi prendre en compte les performances de leurs filiales étrangères. Celles-ci peuvent être évaluées sur la base des résultats des filiales revenant aux groupes français et incorporés aux profits de ces groupes. Pour la France, ces résultats constituent un revenu qui contribue de façon positive au solde des transactions courantes de la balance des paiements et permet de compenser le déficit de la balance commerciale.

L'objet de la présente étude est d'évaluer les revenus nets des investissements des groupes du CAC 40 à l'étranger sur les années 2005-2013 en s'appuyant sur les données de la balance des paiements française. Des enseignements plus généraux en découlent sur les résultats financiers des entreprises françaises investissant à l'étranger.

Les stocks et les revenus d'investissements directs (ID) à l'étranger des groupes résidents du CAC 40 représentent selon les années de 75 % à 80 % du total des stocks et de 77 % à 90 % du total des revenus d'ID français à l'étranger, ce qui permet de considérer ces groupes comme un sous-ensemble représentatif de la population des investisseurs directs français sur l'ensemble de la période.

Des analyses conduites, il peut être tiré plusieurs conclusions.

- *Le rapport entre les revenus d'ID à l'étranger des groupes du CAC 40 et leur résultat net courant global, qui peut être considéré en première analyse comme la contribution de l'extérieur à leurs profits, était de l'ordre de 52 % de 2005 à 2007 ; il a progressé de près de 8 points pour s'établir à 60 % en moyenne sur les années 2008-2011, puis de nouveau de 8 points pour atteindre 68 % en moyenne en 2012 et 2013.*
- *En dépit de cette hausse de la contribution globale des revenus d'ID au résultat net courant consolidé, l'internationalisation des grands groupes français n'a été ni générale, ni uniforme depuis 2005 : en 2012 et 2013, 57 % des groupes étudiés réalisaient plus de la moitié de leur résultat net courant consolidé à l'étranger, proportion à peine supérieure à celle des années 2005 à 2007.*
- *Les groupes les plus présents à l'étranger en début de période sont ceux qui, depuis six ou sept ans, ont le plus augmenté à la fois leurs revenus d'ID et leurs résultats courants consolidés, les premiers alimentant les seconds ; a contrario, les groupes peu internationalisés en 2005-2006 ont vu leurs résultats courants consolidés décroître sur les dernières années et la part de ces résultats réalisée à l'étranger n'a pas progressé.*
- *Au plan sectoriel, sur l'ensemble de la période, ce sont les entreprises opérant dans les secteurs du pétrole, du gaz et des matériaux de base, les sociétés financières et celles du secteur des biens de consommation qui, dans cet ordre, ont contribué le plus fortement aux revenus nets d'ID français à l'étranger.*

Mots-clés : investissements directs, ID, groupe international, balance des paiements, position extérieure, résultat net courant, profit

Codes JEL : E01, E25, E62, F21, F23, G34, L25

Cet article comprend deux parties. La première évalue la part des groupes résidents du CAC 40 dans l'ensemble des stocks ¹ et des revenus ² d'investissements directs (ID) et propose une évaluation depuis 2005 des revenus nets d'investissements directs français à l'étranger, c'est-à-dire des revenus après déduction des dividendes versés par des filiales françaises à des sociétés étrangères elles-mêmes filiales de groupes français. La seconde partie analyse l'évolution du ratio rapportant les revenus nets d'ID aux résultats consolidés courants des groupes du CAC 40 sur neuf ans et sa décomposition par taux d'internationalisation des groupes et par secteur économique.

I | Le poids déterminant des groupes du « CAC 40 élargi » parmi les investisseurs directs français à l'étranger

En fin d'année 2013, les groupes du « CAC 40 élargi » ³ représentent 75 % des stocks et près de 79 % des revenus d'investissements directs français à l'étranger.

Le stock d'ID en capitaux propres des groupes du « CAC 40 », exprimé en valeur mixte ⁴, se monte à 668 milliards d'euros fin 2013. En baisse de 2 % par rapport à la fin d'année précédente, pour des raisons

tenant essentiellement au ralentissement des flux d'investissement et aux fluctuations de change, il a augmenté de 80 % depuis fin 2005, soit de presque 8 % par an. Ce stock représente une proportion importante et presque constante du stock total des ID français à l'étranger en capitaux propres, comprise entre 75 % et 79 % selon les années (tableau 1).

Une stabilisation à haut niveau des revenus d'investissements directs depuis 2010

En 2013, les revenus d'ID des groupes du CAC 40 en provenance de l'étranger (hors intérêts sur prêts intragroupe) se sont établis à 45 milliards, en légère baisse par rapport à l'année précédente ⁵.

Depuis quatre ans, les recettes de revenus d'ID des groupes du CAC 40 se situent nettement au-delà de 40 milliards d'euros, dépassant les niveaux atteints en 2006 et 2007. Le repli enregistré en 2008 (- 6 %) et prolongé en 2009 (- 15 %) sous l'effet de la crise financière internationale qui s'était étendue aux autres secteurs d'activités, est aujourd'hui effacé (tableau 2).

Depuis 2005, les revenus d'ID des groupes du CAC 40 représentent en moyenne 80 % du total des revenus d'investissements directs, soit une part supérieure à celle que les mêmes groupes détiennent dans les stocks d'ID en capitaux propres ⁶. La rentabilité des ID des

Tableau 1 Les stocks d'investissements directs à l'étranger des groupes du CAC 40
(hors investissements immobiliers et prêts intragroupe)

(en valeur mixte, milliards d'euros, part en %)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) (1)	478	604	664	651	739	835	861	910	894
Stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) des groupes du CAC 40 (2)	373	480	516	494	565	641	651	685	668
Part des groupes du CAC 40 dans les stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) (2)/(1)	78	79	78	76	76	77	76	75	75

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006.

Source : Banque de France.

- 1 Les investissements directs, dans la terminologie de la balance des paiements, mesurent les flux financiers transfrontières entre sociétés affiliées. Dans la position extérieure, ils mesurent les stocks correspondants.
- 2 En juin 2015, les revenus d'investissements directs de l'année 2014 sont estimés car les résultats des filiales et participations étrangères de sociétés françaises en 2014 ne sont pas encore disponibles.
- 3 La définition et la composition sectorielle du « CAC 40 élargi » sont fournies en annexe 1. Dans la suite de la note, pour ne pas alourdir le propos, il est fait référence au CAC 40.
- 4 La position extérieure en investissements directs est évaluée en « valeur mixte », ce qui signifie que les investissements en capital dans des sociétés cotées sur un marché financier sont évalués à leur valeur de marché à la date d'arrêt de la position, tandis que les investissements en capital dans des sociétés non cotées sont évalués à leur valeur comptable. Tant les ID français à l'étranger que les ID étrangers en France sont très majoritairement effectués dans des sociétés non cotées.
- 5 Jusqu'à l'année 2011, les revenus d'ID de la balance des paiements comprenaient exclusivement les dividendes et les bénéfices réinvestis. À compter de 2012, ils incluent également les intérêts sur prêts intragroupe, mais ces derniers ne sont pas pris en compte dans la présente analyse afin de ne pas introduire de discontinuités dans les séries temporelles.
- 6 En 2008, les groupes du CAC 40 ont représenté 89 % du total des revenus d'ID – pour 76 % des stocks. Ce niveau extrême tient en partie aux fortes pertes d'une société cotée ne faisant pas partie du CAC 40. Si l'on ne tient pas compte de cet « écart statistique », la part des groupes du CAC 40 est ramenée à 85 %, ce qui reste supérieur à la proportion des autres années.

Tableau 2 Les recettes de revenus d'investissements directs des groupes du CAC 40 ^{a)}

(en milliards d'euros, part en %)

	2005 ^{b)}	2006 ^{b)}	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Revenus d'ID – total des recettes (1)	43,5	51,8	50,7	43,4	41,5	58,2	54,6	60,6	57,2
Recettes d'ID des groupes du CAC 40 (2)	34,5	41,7	41,3	38,7	33,1	47,6	43,8	46,5	45,0
Part des groupes du CAC 40 dans les recettes (2)/(1)	79,2	80,6	81,5	89,2	79,8	81,8	80,1	76,7	78,6

*a) Hors intérêts sur prêts intragroupe.**b) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006.**Source : Banque de France.*

groupes du CAC 40 à l'étranger apparaît ainsi supérieure, de 0,5 à 2,5 points selon les années, à celle des ID des autres groupes et entreprises françaises à l'étranger. Ceci peut être le signe que les groupes du CAC 40 sont, davantage que les autres entreprises françaises, capables de discerner les possibilités d'investissement fructueuses à l'étranger, de s'implanter sur les marchés les plus lointains, de diversifier leurs risques, voire d'imposer, dans une certaine mesure, leurs prix à leurs concurrents et clients ⁷.

Plusieurs groupes français du CAC 40 sont non seulement des investisseurs directs à l'étranger, mais aussi des investisseurs directs étrangers en France, *via* certaines sociétés non résidentes qu'ils contrôlent. Ces boucles d'investissements au sein des groupes internationaux font grossir simultanément recettes et dépenses de revenus d'investissements directs. Retrancher les dividendes versés par des filiales résidentes de groupes du CAC 40 à leur maison mère étrangère et passer ainsi des revenus bruts aux revenus nets d'ID permet de neutraliser l'impact de ces montages ⁷. Il apparaît que l'écart entre recettes brutes et recettes nettes des groupes du CAC 40, de l'ordre de 100 millions d'euros en 2005 et 2006, s'est accru jusqu'à 1 milliard en 2009. Cet écart reflète les interactions financières croissantes entre la base

nationale des groupes du CAC 40 et leur réseau international (tableau 3).

Forte contribution en 2013 des sociétés financières, du secteur du pétrole, du gaz et des matériaux de base, ainsi que du secteur des biens de consommation aux revenus nets d'IDFE

En 2013, les sociétés financières ont apporté la plus forte contribution aux revenus nets d'ID du CAC 40 : plus de 11 milliards d'euros, pour 6 groupes. Viennent ensuite le secteur du pétrole, du gaz et des matériaux de base (près de 10 milliards, pour 3 groupes) et le secteur des biens de consommation (près de 9 milliards pour 8 groupes) ⁸. *A contrario*, les 12 groupes industriels et technologiques n'ont contribué que pour un peu plus de 3 milliards aux recettes nettes d'ID en 2013, de même que les 9 groupes des services aux consommateurs et des télécommunications (graphique 1).

Représentant plus du quart des revenus d'ID à l'étranger des groupes du CAC 40 en 2013 et en forte hausse depuis 2011, les résultats des sociétés financières à l'étranger témoignent à la fois de la forte internationalisation de ce secteur et de son

Tableau 3 Des recettes brutes aux recettes nettes de revenus d'investissements directs

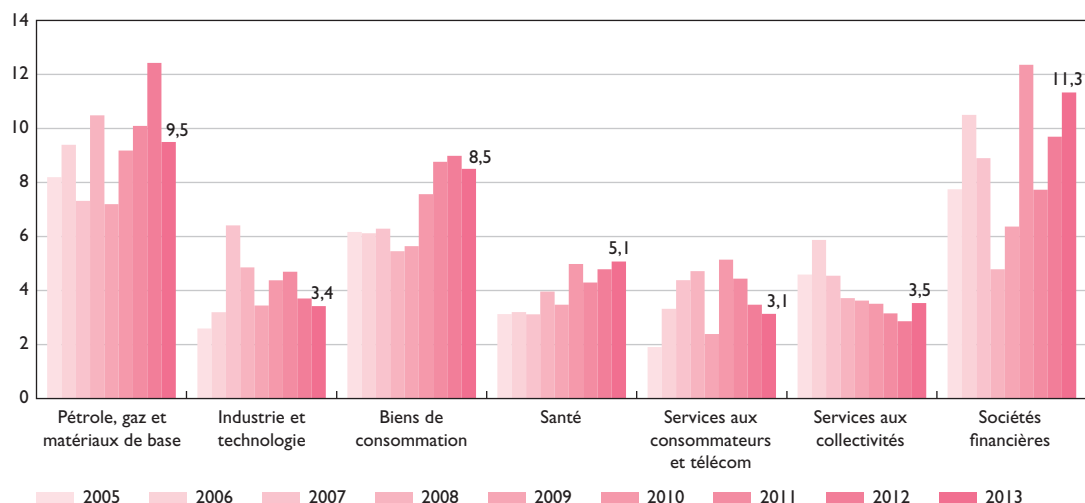
(en milliards d'euros)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Recettes brutes des groupes du CAC 40	34,5	41,7	41,3	38,7	33,1	47,6	43,8	46,5	45,0
Dividendes versés à des filiales étrangères	0,1	0,1	0,3	0,7	1,0	0,5	0,6	0,6	0,5
Recettes nettes des groupes du CAC 40	34,3	41,6	41,0	38	32,1	47,1	43,2	45,9	44,5

*a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006.**Source : Banque de France.*⁷ Cf. annexe 2, point 3, pour le détail du mode de calcul.⁸ La composition sectorielle du « CAC 40 élargi », établie à partir de la classification ICB utilisée par Euronext, est présentée en annexe I.

Graphique 1 Revenus nets d'investissements directs des groupes du CAC 40 par secteur d'activité
Selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en milliards d'euros)



Note : ICB = Industry Classification Benchmark.

Source : Banque de France.

adaptation à un environnement économique et institutionnel en perpétuelle évolution. Le secteur financier est toutefois exposé à l'instabilité des marchés internationaux, comme le montrent la chute drastique de ses revenus en 2008 puis en 2011 et, plus généralement, la grande volatilité de ses revenus d'ID depuis 2007. Par nature, le secteur du pétrole et des matériaux de base est également très internationalisé ; il apporte chaque année une contribution importante aux revenus d'ID du CAC 40. Si celle-ci diminue de plus de 20 % en 2013, elle avait connu une croissance vigoureuse lors des trois années précédentes. Dans le secteur des biens de consommation, les profits réalisés à l'étranger dépassent 8 milliards pour la troisième année consécutive.

En ce qui concerne les autres secteurs, les tendances sont moins favorables : les revenus d'ID du secteur des services aux consommateurs et des télécommunications reviennent en deçà de leur niveau des années 2006-2007 après trois années de recul, tandis que ceux des groupes industriels et technologiques reculent de 8 % par rapport à 2012 et de 27 % par rapport à 2011. Enfin, le secteur des services aux collectivités affiche des profits à l'étranger en hausse, mais après six années consécutives de recul, de sorte qu'il reste loin des profits atteints en début de période (graphique 1).

2| Plus des deux tiers des résultats nets courants des groupes du CAC 40 réalisés hors de France

Les comptes consolidés des groupes : du résultat publié au résultat net courant

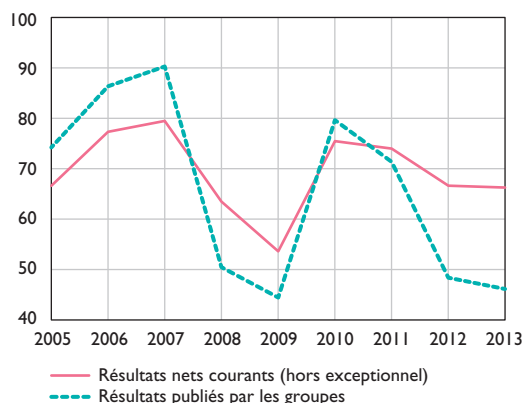
Pour rapporter valablement les revenus d'ID à l'étranger aux résultats consolidés des groupes, il faut que ces deux indicateurs soient, autant que possible, comparables. Or, les résultats nets consolidés part du groupe publiés selon les normes IFRS comprennent des éléments dits « non récurrents » ou exceptionnels, tels que des plus-values de cessions ou des dépréciations d'écarts d'acquisitions alors que, conformément à la méthodologie de balance des paiements, les éléments non courants sont, pour la plupart, exclus des revenus d'ID. Pour rapporter les revenus d'ID aux résultats consolidés, il faut donc « retraiter » les seconds en excluant certains éléments ⁹.

Les « résultats nets courants consolidés » ainsi obtenus sont pris comme base de comparaison avec les revenus d'investissements directs. Ces résultats nets consolidés

⁹ Cf. annexe 2, point 1, pour le détail des retraitements effectués.

Graphique 2 Les résultats nets part du groupe des groupes du « CAC 40 élargi »

(en milliards d'euros)



Sources : Documents de référence des groupes publiés sur le site de l'Autorité des marchés financiers et Banque de France.

expurgés des éléments exceptionnels ne sont pas identiques et n'évoluent pas de la même façon que les résultats communiqués par les groupes et repris dans la presse financière.

En particulier, les éléments non courants ont un caractère généralement procyclique qui accroît la sensibilité des résultats agrégés des groupes à la conjoncture et accentue leur volatilité (graphique 2). L'évolution des résultats des groupes du CAC 40 entre 2011 et 2012 en donne une illustration : les résultats nets part du groupe publiés par ces groupes sont passés de 71 milliards à 48 milliards, soit une baisse de l'ordre de 32 % ; après exclusion des éléments exceptionnels, les résultats courants passent de 74 milliards à 67 milliards, soit un recul, beaucoup plus modéré, de 10 % (tableau 4).

Depuis les années 2005-2007, la part des résultats nets courants des groupes du CAC 40 réalisés hors de France est en forte progression

Depuis deux ans (2012 et 2013), les revenus nets d'ID à l'étranger des groupes du CAC 40 représentent plus des deux tiers de leurs résultats nets courants consolidés, après y avoir contribué, en moyenne, pour 60 % de 2008 à 2011 et pour 52 % de 2005 à 2007 (tableau 4). Cette hausse tient à plusieurs facteurs. Elle résulte de l'effort constant d'investissement à l'étranger des grands groupes français au cours de la période. Elle pourrait également tenir à l'écart de conjoncture et de compétitivité croissant entre la France et le reste du monde. Enfin, une recherche plus forte que par le passé de l'optimisation fiscale a pu conduire certains groupes à localiser une part croissante de leurs profits dans des pays à fiscalité avantageuse, ceux-ci revenant ensuite en France en franchise d'impôts grâce aux directives européennes et aux conventions fiscales bilatérales signées par la France qui prévoient qu'un bénéfice rapatrié de l'étranger ne soit pas doublement taxé par le pays émetteur et par le pays destinataire.

Une internationalisation inégale entre les groupes

Contrairement à ce qui aurait pu être attendu, vu la progression de quelque 16 points de la part globale des profits du CAC 40 réalisée à l'étranger entre les années 2005-2007 et les années 2012-2013, la distribution de ces parts calculées pour chacun des groupes étudiés n'a que peu évolué entre les deux périodes. Ainsi, en 2006, 21 groupes sur 42, soit la moitié d'entre eux, étaient soit des groupes « mondiaux », réalisant plus de 75 % de leurs profits à l'étranger, soit des groupes « fortement internationalisés », réalisant entre 50 % et 75 % de leurs profits à l'étranger. En 2013, 24 groupes sur 44, soit un peu plus de la moitié, tiraient plus

Tableau 4 Contribution des revenus nets d'investissements directs à l'étranger aux résultats nets courants consolidés des groupes du CAC 40

(en milliards d'euros, contribution des revenus en %)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Résultats nets consolidés part du groupe publiés par les groupes du CAC 40 (1)	74	86	90	50	44	80	71	48	46
Résultats nets courants consolidés des groupes du CAC 40 (2)	67	77	79	63	54	75	74	67	66
Recettes nettes d'ID des groupes du CAC 40 (3)	34	42	41	38	32	47	43	46	45
Contribution des revenus nets d'ID à l'étranger aux résultats nets courants des groupes du CAC 40 (3)/(2)	51,6	53,8	51,5	59,8	60,0	62,4	58,4	69,0	67,2

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006.

Sources : Documents de référence des groupes publiés sur le site de l'Autorité des marchés financiers et Banque de France.

de 50 % de leurs profits de leurs revenus d'ID à l'étranger (tableau 5). Il n'y a donc pas eu, depuis 2005, d'ouverture large et généralisée des groupes du CAC 40 à l'international, tout du moins si le niveau et la part de leurs profits réalisés par leurs filiales étrangères sont utilisés comme critères.

Une observation détaillée révèle que les groupes les plus internationalisés sur les années 2012-2013 sont, sauf exception, ceux qui étaient déjà les plus présents à l'étranger lors des années 2005-2007. Ces groupes sont à l'origine de la hausse du ratio revenus d'ID/profits consolidés courants du CAC 40 entre les deux périodes, en raison de leur taille croissante, fruit d'une croissance externe dynamique, d'une part, et d'une stratégie résolument tournée vers l'extérieur qui a eu pour effet d'augmenter leurs revenus d'ID à l'étranger et, partant, l'ensemble de leurs résultats, d'autre part. En revanche, les groupes qui restent peu internationalisés en 2012-2013 affichent également des résultats médiocres, de sorte qu'ils contribuent peu à l'indicateur d'ensemble.

Une différenciation sectorielle marquée : le pétrole, le gaz et les matières premières, les biens de consommation et la finance sont les secteurs les plus tournés vers l'extérieur

La part des profits réalisée à l'étranger est contrastée selon le secteur. Compte tenu de leurs activités, les groupes du pétrole, du gaz et des matériaux de base réalisent globalement de 50 % à 90 % de leurs profits hors de France selon les années. Les groupes du secteur des biens de consommation ont également réalisé entre 60 % et 90 % de leurs profits hors de France entre 2005 et 2013, sauf en 2009 – cette année-là, leurs profits à l'étranger ont été bien

supérieurs à leurs résultats nets courants consolidés, d'où un ratio supérieur à 100 % ; un tel ratio tenait notamment aux résultats des deux groupes automobiles français, Peugeot et Renault, dont les filiales étrangères ont affiché des profits importants, alors que leurs résultats courants consolidés étaient négatifs -. Par ailleurs, les sociétés financières prises dans leur ensemble ont réalisé de 50 % à 80 % de leurs bénéfices à l'étranger chaque année entre 2005 et 2013 (graphique 3).

Sur l'ensemble de la période 2005-2013, les groupes de services aux consommateurs et de télécommunications ont réalisé la plus grande part de leurs bénéfices courants sur le territoire national mais, si le recul observé en 2009 est exclu, la part des résultats réalisés à l'étranger a régulièrement augmenté depuis 2005 pour s'établir durablement au-dessus de 50 % à partir de 2010. De leur côté, les groupes industriels et technologiques voient la part de leurs résultats réalisés à l'étranger décliner presque sans interruption depuis 2007, celle-ci s'établissant à moins de 40 % en fin de période. Enfin, bien qu'il soit représenté par de « grands champions » mondiaux ayant une forte présence internationale, le secteur des services aux collectivités réalise la majorité de ses profits en France. Son expansion internationale, aujourd'hui ralentie, ne semble pas avoir concouru, au cours de la période étudiée, à sa rentabilité globale.

Dans l'ensemble, une partie des plus grands groupes français sont aujourd'hui davantage tournés vers les marchés internationaux que vers le marché national ; c'est sur ces marchés qu'ils réalisent à la fois leurs meilleures performances, l'essentiel de leur croissance et la plus grande partie de leurs profits.

Tableau 5 Répartition des groupes du CAC 40 en fonction de la contribution de leurs revenus nets d'investissements directs à leur résultat net courant consolidé

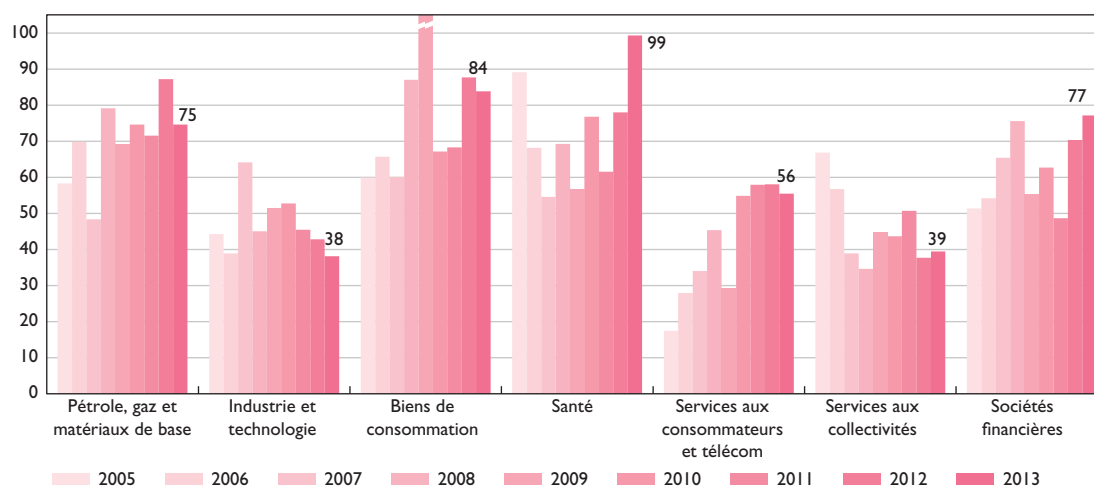
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cas particuliers : groupes ayant des revenus nets d'ID à l'étranger négatifs	4	0	0	4	5	5	3	4	4
« Groupes français faiblement internationalisés » : Les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 0% à 25% du résultat net courant consolidé	7	11	8	6	4	5	10	10	7
« Groupes français modérément internationalisés » : Les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 25% à 50% du résultat net courant consolidé	12	10	12	12	14	7	9	4	9
« Groupes français fortement internationalisés » : Les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 50% à 75% du résultat net courant consolidé	6	13	12	13	8	14	6	16	9
« Groupes mondiaux » : les revenus nets d'ID à l'étranger représentent plus de 75% du résultat net courant consolidé	12	8	12	9	13	13	16	10	15
Total (nombre de groupes)	41	42	44	44	44	44	44	44	44

Source : Banque de France.

Graphique 3 Contribution des revenus nets d'investissements directs des groupes du CAC 40 à leur résultat net courant consolidé

Répartition par secteur d'activité selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en %)



Note : ICB = Industry Classification Benchmark.

Source : Banque de France.

Parallèlement, leur internationalisation croissante au cours des neuf dernières années les a rendus moins dépendants de la conjoncture française. Ces grands groupes français semblent ainsi échapper au ralentissement tendanciel de la croissance et à la perte de compétitivité de l'économie française.

L'internationalisation des groupes du « CAC 40 élargi », mesurée à l'aune des seuls revenus d'ID, apporte de surcroît une contribution majeure au solde des transactions courantes : 45 milliards en 2013, soit 2,1 % du PIB, qui compensent entièrement le déficit des échanges de biens cette année-là.

Annexe I

Composition du « CAC 40 élargi »

Le « CAC 40 élargi », ensemble de référence retenu pour cette note, correspond aux 37 groupes résidents constituant le CAC 40 au 31 décembre 2014 auxquels ont été ajoutés les 7 groupes résidents sortis de l'indice, mais qui sont entrés, à un moment ou à un autre, dans sa composition depuis le 1er janvier 2005 (signalés par *).

Composition sectorielle du « CAC 40 élargi »			
ACCOR	Services aux consommateurs et télécommunications	NATIXIS *	Sociétés financières
AIR FRANCE - KLM *	Services aux consommateurs et télécommunications	ORANGE (ex-FRANCE TELECOM)	Services aux consommateurs et télécommunications
AIR LIQUIDE	Pétrole, gaz et matériaux de base	PERNOD RICARD	Biens de consommation
ALCATEL - LUCENT	Industrie et technologie	PEUGEOT	Biens de consommation
ALSTOM	Industrie et technologie	PUBLICIS	Services aux consommateurs et télécommunications
AXA	Sociétés financières	RENAULT	Biens de consommation
BNP PARIBAS	Sociétés financières	SAFRAN	Industrie et technologie
BOUYGUES	Industrie et technologie	SAINT-GOBAIN	Industrie et technologie
CAP GEMINI	Industrie et technologie	SANOFI	Santé
CARREFOUR	Services aux consommateurs et télécommunications	SCHNEIDER ELECTRIC	Industrie et technologie
CRÉDIT AGRICOLE	Sociétés financières	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	Sociétés financières
DANONE	Biens de consommation	SUEZ ENVIRONNEMENT *	Services aux collectivités
EDF	Services aux collectivités	TECHNICOLOR (ex-THOMSON) *	Services aux consommateurs et télécommunications
ESSILOR INTERNATIONAL	Santé	TECHNIP	Pétrole, gaz et matériaux de base
GDF - SUEZ	Services aux collectivités	THALES *	Industrie et technologie
KERING (ex-PPR)	Services aux consommateurs et télécommunications	TOTAL	Pétrole, gaz et matériaux de base
LAFARGE	Industrie et technologie	UNIBAIL - RODAMCO	Sociétés financières
LAGARDERE S C A *	Services aux consommateurs et télécommunications	VALEO	Biens de consommation
LEGRAND	Industrie et technologie	VALLOUREC *	Industrie et technologie
L'OREAL	Biens de consommation	VEOLIA ENVIRONNEMENT	Services aux collectivités
LVMH	Biens de consommation	VINCI	Industrie et technologie
MICHELIN	Biens de consommation	VIVENDI	Services aux consommateurs et télécommunications

Note : Airbus group (ex-EADS), ArcelorMittal et Solvay, qui entrent dans la composition de l'indice CAC 40, mais dont le siège social est situé à l'étranger, ne sont pas retenus.

Source : Euronext.

Annexe 2

Sources et méthodes : quelles différences entre les résultats nets provenant des comptes consolidés et les revenus d'ID extraits des comptes sociaux ?

1. Les comptes consolidés

Les comptes consolidés d'un groupe prennent en compte les résultats financiers de l'ensemble des sociétés, françaises ou étrangères, contrôlées par le groupe ou dans lesquelles celui-ci exerce une influence notable (pour le groupe Vallourec, par exemple, au 31 décembre 2013, cela représentait 74 filiales et participations, dont 58 étrangères, situées dans 21 pays). Après consolidation par intégration globale des sociétés sous contrôle du groupe et par mise en équivalence ou intégration proportionnelle des sociétés dans lesquelles le groupe détient une influence mais pas le contrôle, les groupes publient un résultat net part du groupe qui exclut la part revenant aux intérêts minoritaires.

Le résultat net consolidé part du groupe constitue le point de départ de l'analyse présentée dans cet article. Mais, pour le comparer aux revenus d'investissements directs enregistrés en balance des paiements, un retraitement est effectué en éliminant la partie « non courante » qui, selon la méthodologie de balance des paiements, doit être exclue des revenus et considérée comme un élément financier. Parmi les résultats non courants sont ici éliminés, par exemple, les plus et moins-values de cession d'immobilisations corporelles ou incorporelles, les dépréciations d'immobilisations corporelles ou incorporelles, les dotations aux provisions ou les coûts effectifs pour sinistres et litiges commerciaux ou fiscaux, les plus-values de cession et les dépréciations de titres non consolidés et d'actifs financiers. Les écarts d'acquisition peuvent influencer négativement ou positivement le résultat courant. Par exemple, en 2010, les gains nets, de l'ordre de 1 milliard d'euros, réalisés lors du dénouement des contrats d'« *equity linked swaps* » liés à l'acquisition de titres Hermès ont été retranchés des 3 milliards de profits annoncés par le groupe LVMH (cf. Document de référence 2010 de LVMH, page 167).

En revanche, les charges de restructuration, les provisions ou reprises de provision pour charges de pension et pour avantages consentis au personnel ou aux retraités, qui ne sont pas exclues des revenus d'ID conformément à la méthodologie internationale de balance des paiements, sont maintenus dans le résultat courant consolidé.

2. Les comptes sociaux

Pour la détermination des revenus d'investissements directs français à l'étranger, dans la plupart des cas, les comptes sociaux des succursales et sociétés étrangères directement contrôlées ou détenues à plus de 10 % par des sociétés françaises sont utilisés. Le nombre en est beaucoup plus réduit que celui des sociétés entrant dans le périmètre de consolidation. Ainsi, prises dans leur ensemble, les sociétés du groupe Vallourec ne comptaient que 25 filiales et participations étrangères directes au 31 décembre 2013, contre 58 filiales étrangères consolidées. Les revenus d'ID d'une société résidente comprennent les résultats courants de toutes ses filiales et participations étrangères directes, c'est-à-dire à la fois les dividendes reçus et les bénéfices réinvestis dans ses filiales de premier rang.

3. Mode de calcul du revenu d'investissement direct net des groupes

Les recettes brutes d'ID des groupes du CAC 40 reprises dans le tableau 2 sont constituées par agrégation des recettes de revenus d'ID de toutes les sociétés résidentes contrôlées par un groupe du CAC 40, suivant la méthode de l'intégration globale¹. Ensuite, pour calculer les recettes nettes d'ID de ces groupes, les dividendes versés

¹ C'est-à-dire que dès lors qu'une société est contrôlée par un groupe, c'est la totalité du revenu d'investissement direct de la société et non une part proportionnelle au taux de contrôle qui est attribuée au groupe.

à des sociétés non résidentes elles-mêmes directement contrôlées par un groupe du CAC 40, sont retranchés des recettes brutes afin de ne pas comptabiliser dans les revenus des ID français à l'étranger des revenus qui auraient été acquis en France (cf. tableau 3). En revanche, lorsque des non-résidents détiennent des intérêts minoritaires au capital de sociétés du CAC 40, y compris sous forme d'investissement direct (comme la participation de la société suisse Nestlé au capital de L'Oréal, par exemple), les dividendes associés à ces participations ne sont pas déduits des recettes brutes.

4. Pourquoi peut-il y avoir, pour un groupe donné, des écarts entre les résultats nets courants consolidés part du groupe réalisés à l'étranger et l'agrégation des revenus d'ID à l'étranger calculés à partir des comptes sociaux des succursales, filiales et participations ?

Outre les différences provenant de l'environnement réglementaire, juridique et fiscal, les écarts tiennent à deux phénomènes principaux :

a) L'organisation interne des groupes (cf. schéma)

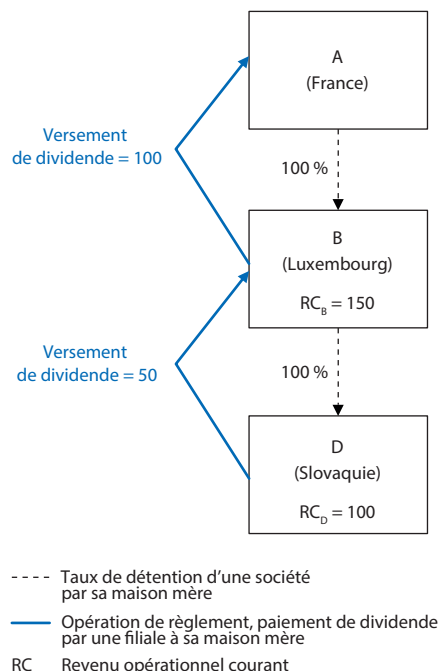
SCHÉMA

Calcul des revenus d'investissements directs et des résultats nets consolidés réalisés à l'étranger

Soit une société française A qui détient la totalité du capital d'une société B localisée au Luxembourg, laquelle détient à son tour 100 % du capital d'une société slovaque D. La société D réalise un résultat opérationnel courant de 100 euros, dont elle verse la moitié à son actionnaire unique B et réinvestit l'autre moitié. La société B réalise pour sa part un résultat opérationnel courant de 150 euros (qui comprend les 50 euros reçus de D sous forme de produits financiers de participations) dont elle reverse les deux tiers à sa maison mère française.

Le revenu d'investissement direct (RID) de la société A tel que calculé dans cet article correspond au résultat net courant de son unique filiale directe (ou de premier rang) B, c'est-à-dire à la somme du dividende reçu de B et du bénéfice réinvesti (BR) par B : $RID_A = RC_B = Div_B + BR_B = 150$

Le revenu net courant consolidé (RCC) réalisé à l'étranger du groupe constitué par les 3 sociétés A, B et D correspond de son côté à la somme des profits des filiales B et D, dont il faut déduire les dividendes versés par D à B pour éviter les doubles comptes : $RCC_A = RC_D + RC_B - Div_D = 200$



Comme le montre le schéma, les écarts tiennent notamment aux résultats des filiales indirectes qui ne remontent ni vers la société mère française ni vers la société étrangère directement contrôlée. Un groupe qui autofinance ses investissements et son développement à partir de profits réalisés dans les unités opérationnelles et qui ne remontent pas vers les *holdings* de contrôle a des revenus d'ID inférieurs aux résultats courants consolidés. À l'extrême, ces revenus peuvent être nuls, même en cas de profits réels. Un tel comportement ne peut concerner toutefois que des groupes non cotés ne distribuant pas de dividendes à leurs actionnaires, ce qui n'est pas le cas des groupes du CAC 40.

Sauf en cas de perte, les différences de méthode font que les revenus nets d'ID d'un groupe sont inférieurs ou égaux aux résultats nets courants consolidés réalisés à l'étranger. Cela est d'autant plus vrai que, si une année une filiale étrangère de premier rang réalise un résultat particulièrement élevé au regard du résultat des années précédentes, tenant par exemple à la remontée de bénéfices réinvestis depuis plusieurs années dans des filiales indirectes, le résultat est considéré comme tenant à des circonstances exceptionnelles et une partie est reclassée en résultat non courant, faute d'informations sur les raisons de cette brusque hausse et par souci de cohérence temporelle.

b) Les décalages temporels

Les décalages temporels qui peuvent se produire entre les revenus d'ID et les résultats nets courants consolidés part du groupe réalisés à l'étranger viennent de ce que les dividendes versés une année sont généralement établis sur la base des profits de l'année précédente. Ainsi, dans un groupe, lorsque les filiales opérationnelles contrôlées indirectement réalisent des profits élevés, ceux-ci ne remontent vers la *holding* de contrôle et ne viennent augmenter le résultat de celle-ci que l'année suivante. Ils ne sont donc pris en compte dans les statistiques que cette année-là, ce qui peut conduire à des écarts *a priori* surprenants par rapport aux résultats nets courants consolidés, établis pour l'ensemble du groupe sur l'année sous revue, surtout si la situation conjoncturelle s'est inversée d'une année à l'autre.

S'ils peuvent poser problème aux statisticiens, ces décalages temporels ne sont guère gênants pour les groupes eux-mêmes : les filiales opérationnelles peuvent transférer les résultats non distribués vers la maison mère ou vers le centre de trésorerie du groupe, sous forme d'avances en comptes courants d'associés ou de prêts, pour que ceux-ci disposent des fonds, même si juridiquement ces fonds restent la propriété des filiales jusqu'à leur distribution aux actionnaires sous forme de dividendes.

Annexe 3

Les revenus d'investissements directs constituent-ils une mesure satisfaisante de la contribution du « reste du monde » aux résultats des groupes du CAC 40 ?

D'après les résultats de l'analyse présentée dans cet article, en 2012 et en 2013, plus des deux tiers des résultats courants des groupes du CAC 40 proviendraient des revenus d'investissements dans leurs filiales étrangères. Cela constitue une proportion significative. Est-il pour autant possible de considérer que ce ratio est un indicateur suffisant de la contribution de l'extérieur aux profits des groupes du CAC 40 ?

1. Des revenus non comptabilisés dans les revenus d'ID mais provenant des échanges de services

Les groupes français réalisent des activités à l'étranger qui contribuent à leurs profits, mais pas sous la forme de revenus d'ID. Ces activités figurent sous différentes rubriques d'échanges de services de la balance des paiements : services de construction, commissions pour usage de la propriété intellectuelle, « autres services aux entreprises ». En principe, de tels échanges n'entrent pas dans le cadre de l'analyse du présent article, mais il y a une certaine substituabilité entre revenus d'ID et échanges de services. En particulier, dans le cadre de stratégies d'optimisation fiscale, des groupes internationaux peuvent s'organiser pour faire remonter des revenus sous forme de recettes de services (commissions pour usage de la propriété intellectuelle, droits d'utilisation de marque commerciale...) qui seront taxées dans le pays destinataire, au lieu de revenus d'investissements directs, taxés dans le pays de départ.

2. Des intérêts sur prêts intragroupe non pris en compte

En second lieu, les revenus des ID français à l'étranger étudiés ici ne tiennent pas compte des intérêts sur prêts intragroupe qui ne sont disponibles que depuis 2012, grâce à une nouvelle enquête. À titre d'illustration, même si ces résultats ne peuvent pas être extrapolés à l'ensemble de la période analysée, la contribution des intérêts nets sur prêts et emprunts intragroupe avec des sociétés non résidentes aux profits du CAC 40 est évaluée à, respectivement, 568 et 840 millions en 2012 et en 2013, ce qui fait remonter le ratio revenus d'ID/profits consolidés courants du CAC 40 de 69 % à 69,8 % en 2012 et de 67,2 % à 68,4 % en 2013.

Même en réintégrant le profit net d'impôts résultant des échanges de services et les intérêts sur prêts intragroupe dans les revenus provenant de l'étranger, la part des profits faits à l'étranger serait sans doute encore sous-estimée, compte tenu de la différence de méthode entre le calcul des résultats nets consolidés, qui tient compte des profits de toutes les sociétés entrant dans le périmètre de consolidation, et celui des revenus d'ID, qui n'intègre que les profits des filiales étrangères de premier rang, c'est-à-dire directement contrôlées ou investies par des sociétés françaises. Mais une comparaison sur données individuelles avec les résultats de l'enquête de l'INSEE sur les filiales étrangères, dite enquête OFATS, montre que la sous-estimation globale est probablement modérée.

Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2013

Groupe de travail ERICA (Registre européen des comptes consolidés IFRS)
Comité européen des Centrales de bilans (ECCBSO)

ERICA (Registre européen des comptes consolidés IFRS) est une banque de données dédiée aux groupes des secteurs non financiers cotés en bourse et alimentée par les bases des comptes consolidés des banques centrales nationales de huit pays européens. Elle est gérée par un groupe de travail ad hoc du Comité européen des Centrales de bilans (ECCBSO), créé en 2005 pour étudier, à l'origine, l'impact de la mise en place des normes IFRS. L'objet de cette étude, qui porte sur 960 groupes ainsi analysés, est de présenter, de manière synthétique, les informations relatives à l'exercice 2013 provenant de la base ERICA s'agissant en particulier des grandes tendances de la rentabilité des groupes sous revue, de leur structure financière et de l'impact de la comptabilité à la juste valeur sur leurs fonds propres et leurs résultats. L'étude comporte aussi un éclairage spécifique sur l'impact des variations de juste valeur à partir d'un échantillon d'environ 200 groupes pour lesquels des informations additionnelles sont collectées pour alimenter une base de données complémentaire : ERICA+. La diffusion initiale en anglais de cette étude a été effectuée en février 2015 auprès des membres et sur le site de l'ECCBSO.

La base ERICA assure une bonne couverture des groupes européens cotés des secteurs non financiers dans les huit pays concernés. Dans la base de données ERICA et dans la population des groupes cotés, le poids des groupes français et allemands, de l'industrie et, bien sûr, des groupes les plus importants (plus de 1,5 milliard d'euros de chiffre d'affaires) influence fortement les valeurs agrégées observées. Les principales conclusions de l'étude réalisée à partir des données 2013 sont les suivantes :

- En 2013, la baisse du résultat et de la rentabilité s'accompagne d'une diminution du chiffre d'affaires net reflétant un contexte défavorable en termes de croissance organique et d'acquisitions. La baisse des ratios de rentabilité provient notamment du ralentissement de la rotation des actifs courants (stocks et créances clients notamment). Les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles ont également diminué. La faible performance des grands groupes a affecté la capacité à générer des bénéfices en 2013, qui s'est réduite de 9,2 %. Le niveau de fonds propres a diminué, mais leur importance relative par rapport au total des bilans s'est globalement améliorée, à la seule exception près des groupes du secteur de l'énergie. Le ratio de liquidité est resté stable et l'endettement financier s'est réduit, même si, en valeur relative (ratio d'endettement), il est demeuré constant.
- En 2013 la juste valeur a eu un impact positif sur le compte de résultat et sur les fonds propres : l'impact le plus important a été relevé dans l'industrie et les grands groupes.

Mots clés : comptes consolidés IFRS, résultats grandes entreprises industrielles et commerciales, grands groupes européens, groupes cotés européens, juste valeur

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

NB : Tous les graphiques et tableaux présentés dans le document proviennent de la même source (base de données ECCBSO-ERICA), sauf mention contraire.

I | Rentabilité : trois années consécutives de baisse des résultats

La rentabilité, de même que l'analyse de la structure financière réalisée dans le présent document, se fonde sur les informations financières 2013 disponibles dans la base de données ERICA pour 960 groupes européens des secteurs non financiers cotés sur une bourse européenne.

Comme indiqué en annexe 2, les groupes français et allemands représentent plus de 50 % du nombre de groupes et 70 % environ des autres indicateurs quantitatifs (comme le total de l'actif et le chiffre d'affaires). Les grands groupes (ceux dont les chiffres d'affaires sont supérieurs à 1,5 milliard d'euros) représentent entre 92 % et 95 % du total. Si l'on regarde la principale activité des groupes (voir annexe 3 pour plus de détails sur le degré de diversification des groupes cotés européens des secteurs non financiers), le poids des groupes industriels est notable : ils génèrent plus de 50 % de l'EBIT (*Earning before interest and taxes*, pouvant être assimilé au résultat d'exploitation), pourcentage qui passe à 61 % en ce qui concerne le résultat avant impôt. Le deuxième secteur d'activité par ordre d'importance est celui des services : à eux deux, les services et l'industrie couvrent 89 % du nombre total des groupes analysés.

I | La faiblesse persistante de l'économie entraîne un nouveau recul des bénéfices

Les analyses des données disponibles dans ERICA pour 2013 confirment la diminution des bénéfices des groupes européens cotés des secteurs non financiers observée depuis 2011.

Une fois de plus, les indicateurs de base que sont l'EBIT et le résultat avant impôt sont en repli. Pour l'ensemble de l'échantillon ERICA, l'EBIT a baissé de 7 % et le résultat de 9 %. Les groupes du secteur de l'énergie et les plus grands groupes ont été les plus affectés. Les groupes du secteur des services et les groupes de petite taille ont fait exception à ces diminutions.

Les données de 2013 enregistrent une diminution de 2,6 % du chiffre d'affaires reflétant le contexte défavorable en termes de croissance organique et d'acquisitions. Le chiffre d'affaires de l'industrie est resté plutôt stable à +1 %, et le secteur de l'énergie a enregistré une baisse de 11 %. S'agissant de la taille des groupes, la tendance baissière du chiffre d'affaires peut être attribuée aux grands groupes (-3 %), tandis que les groupes de taille moyenne et les petits groupes ont affiché des taux de croissance positifs de 2,7 % et 8,9 %, respectivement.

ENCADRÉ I

Informations importantes sur la source utilisée (base de données ERICA ¹)

Les données utilisées dans la présente étude proviennent des états financiers publiés par les groupes cotés européens des secteurs non financiers. Elles ont fait l'objet d'un traitement manuel, par des statisticiens et des spécialistes de la comptabilité des centrales de bilans, afin d'être adaptées à un format européen standardisé (ERICA). Ce traitement manuel nécessite, dans certains cas, l'interprétation des données d'origine, contrainte dont les lecteurs du présent document doivent tenir compte.

La base de données ne représente pas la population totale des groupes européens des secteurs non financiers. Toutefois, la couverture des groupes cotés européens obtenue avec la base de données ERICA (qui comprend environ 1 000 groupes pour l'ensemble de l'échantillon, y compris, dans ERICA+, un sous-ensemble d'environ 200 groupes comportant des données comptables supplémentaires) correspond bien à la situation et à la structure des marchés boursiers au niveau national. L'analyse réalisée dans le présent document à partir des deux banques de données ERICA et ERICA+, sous réserve des limites énoncées dans le premier paragraphe, donne un aperçu de la position et des performances des groupes cotés européens des secteurs non financiers.

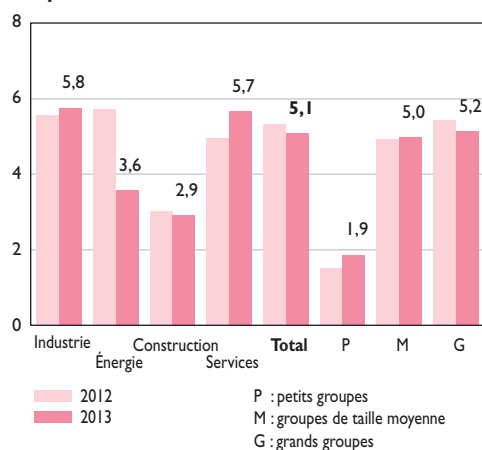
Les opinions des auteurs du présent document ne reflètent pas nécessairement celles des banques centrales nationales auxquelles ils appartiennent ou celles de l'ECCBSO.

¹ ERICA (Registres européens des comptes consolidés IFRS) est une base de données du Comité européen des Centrales de bilans.

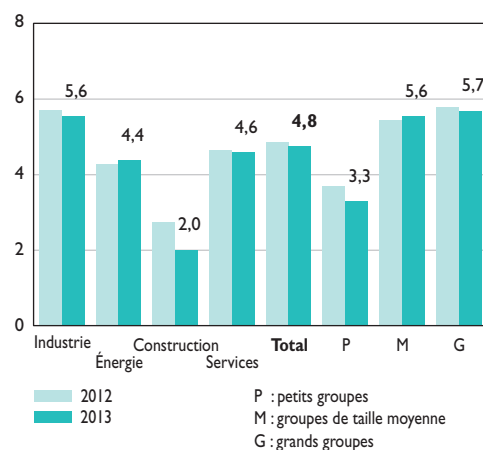
Graphiques 1 Résultat d'exploitation sur total des actifs

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane

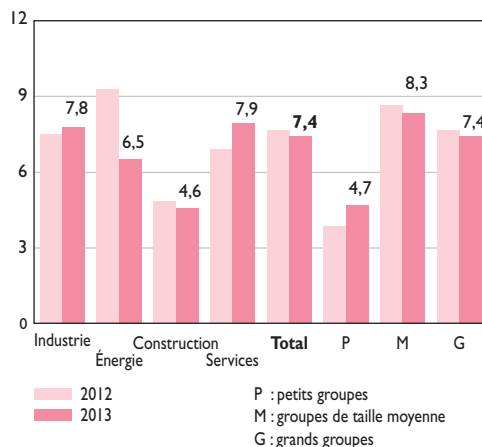


Source : ECCBSO – base ERICA.

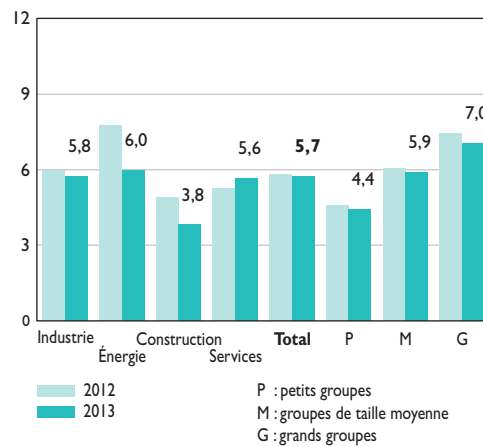
Graphiques 2 Résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

Ratios EBIT : la baisse s'est poursuivie en 2013, mesurée principalement par une plus faible rotation des actifs

L'analyse de la rentabilité s'appuie sur le ratio EBIT/total des actifs, qui a été affiné en faisant la distinction entre deux composantes : un indicateur de l'évolution des marges (EBIT/chiffre d'affaires) et un indicateur de rotation (chiffre d'affaires/total des

actifs). Les graphiques 1 et 2 facilitent l'interprétation du comportement de la rentabilité et les marges sur l'année 2013 ¹.

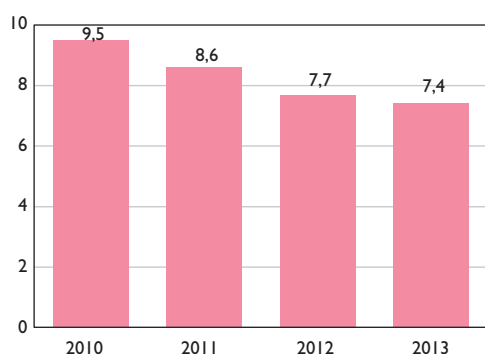
En 2013, la rentabilité des groupes cotés européens demeure stable pour la médiane (qui représente le comportement de la population qui n'est pas affectée par le poids d'un groupe précis) comme pour la moyenne pondérée, ce qui correspond dans les

¹ Pour en savoir plus, voir l'annexe statistique complète disponible sur le site de l'ECCBSO, www.eccbsso.org.

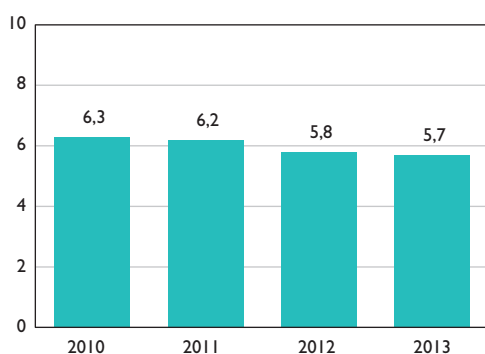
Graphiques 3 Résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

deux cas à l'évolution des grands groupes. La faible progression du secteur de l'énergie mesurée par la médiane se transforme en forte baisse (de 5,7 % à 3,6 %) si l'on se réfère à la moyenne pondérée, les résultats des grands groupes du secteur de l'énergie ayant été moins bons en 2013. C'est le contraire que l'on observe dans le secteur des services dont la rentabilité a stagné en se référant à la médiane et augmenté de 0,7 point en considérant la moyenne pondérée.

Les évolutions des marges (EBIT/CA) sont généralement corrélées à la rentabilité, avec une baisse de 0,1 point pour la médiane et de 0,3 point pour la moyenne pondérée. Une forte baisse a été observée dans le secteur de l'énergie, de 1,8 point pour la médiane, baisse plus importante encore pour la moyenne pondérée (2,8 points). Le seul secteur ayant connu une hausse des marges est celui des services, s'agissant de la médiane.

La marge moyenne de l'ensemble des groupes s'est inscrite à 7,4 % pour la moyenne pondérée et à 5,7 % pour la médiane. Par rapport aux données de 2010, cela représente une réduction de 2 points et 0,6 point, respectivement. La baisse a été particulièrement significative entre 2011 et 2012, tandis que son rythme s'est ralenti en 2013.

Dans un contexte de contraction du chiffre d'affaires, la rotation des actifs, qui correspond au ratio du chiffre d'affaires sur le total des actifs, a baissé de 2,4 points pour la médiane et de 0,9 point pour la moyenne pondérée. La ventilation du ratio entre actifs courants et non courants montre que cette baisse est imputable aux actifs courants à hauteur de 4 points, tandis que la rotation des actifs non courants a augmenté de 2 points pour la moyenne pondérée. S'agissant des différents secteurs, c'est l'industrie qui a enregistré la plus forte diminution, avec une baisse de 3,7 points pour la médiane. La légère augmentation de la rentabilité dans le secteur de l'énergie mesurée par la médiane a été très affectée par les variations de la rotation, qui s'est accrue de 3 points. La moyenne pondérée présente à nouveau un tableau totalement différent, le ratio chiffre d'affaires/actifs s'étant réduit drastiquement de 6,7 points. Les évolutions de la rotation des actifs courants et non courants ont été conformes à cette orientation.

I | 2 Baisse généralisée des flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles (hors industrie)

Conformément à la tendance baissière de l'EBIT, les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles ont également enregistré des résultats agrégés en recul de 6,6 %. Cette baisse est imputable aux grands groupes, tandis que les groupes de taille moyenne et les petits groupes ont enregistré une hausse des flux de trésorerie d'exploitation. S'agissant des différents secteurs, seule l'industrie a pu améliorer ses flux de trésorerie. En fait, le secteur de l'énergie a perdu un quart de ses flux de trésorerie par rapport à l'année dernière en raison d'évolutions défavorables affectant des grands groupes.

Le graphique 4 illustre la relation entre les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles et le chiffre d'affaires. Au total, la moyenne demeure stable, tout comme la médiane, conformément à la baisse des

ratios EBIT. Compte tenu des flux de trésorerie plus élevés de l'industrie, le ratio de flux de trésorerie a affiché une croissance de 0,2 point pour la médiane et une hausse encore plus forte, de 0,9 point, pour la moyenne pondérée. La moyenne pondérée s'est détériorée dans tous les autres secteurs. S'agissant de la médiane, le ratio a également augmenté de 1,4 point dans le secteur des services et de 1,5 point dans celui de l'énergie si l'on exclut le biais des mauvais résultats des grands groupes. Les résultats des grands et des petits groupes sont moins bons pour la médiane que pour la moyenne pondérée, ce qui souligne encore une fois les difficultés de l'environnement économique.

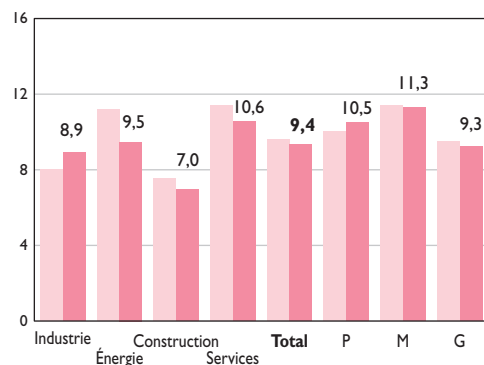
I | 3 Résultat avant impôt : nouvelle année de baisse des bénéfices

Les bénéfices totaux réalisés par les groupes cotés européens des secteurs non financiers se sont élevés à 236 milliards d'euros, dont 95 % dégagés par les grands groupes et 61 % par l'industrie. Par rapport à 2012, les bénéfices des groupes européens ont à nouveau baissé (de 9,2 %) en raison des résultats des grands groupes. Il en est de même en termes relatifs (ratio bénéfices/chiffre d'affaires), les bénéfices des groupes européens ressortant à 12,8 % pour l'ensemble de l'échantillon,

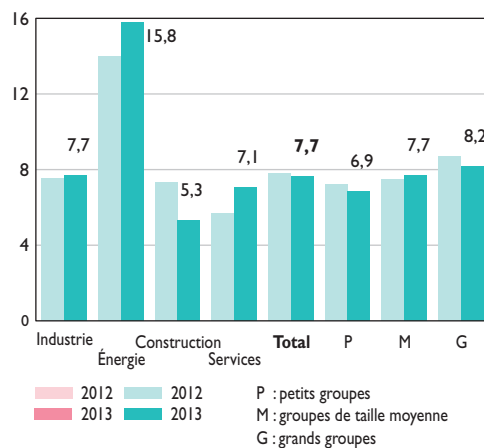
Graphiques 4 Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles sur chiffre d'affaires

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane

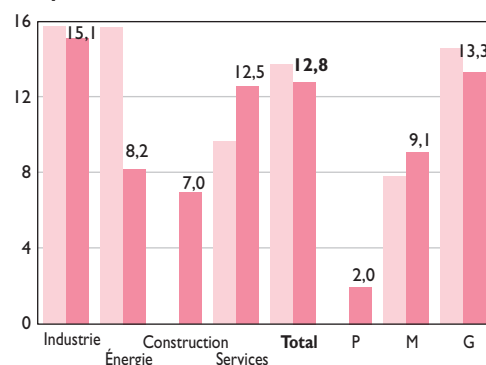


Source : ECCBSO – base ERICA.

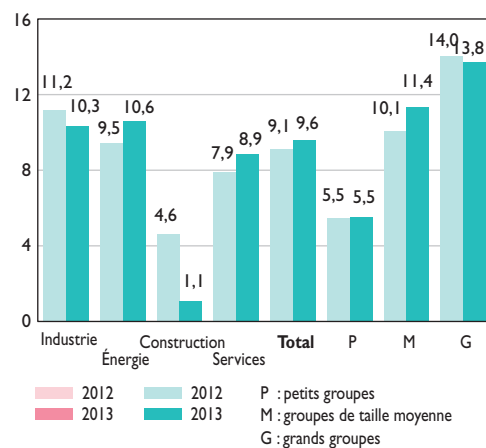
Graphiques 5 Résultat avant impôt sur fonds propres

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

soit une détérioration de 0,9 point. Contrairement aux grands groupes, les petits groupes et les groupes de taille moyenne ont amélioré, en moyenne, leurs bénéfices en termes relatifs (cf. graphique 5). L'analyse de la distribution statistique (médiane) indique une augmentation du ratio en raison du grand nombre de petits groupes et de groupes de taille moyenne (75 % de l'échantillon).

La ventilation sectorielle fait état d'évolutions positives dans les services et d'un recul dans l'industrie tant pour la moyenne que pour la médiane. Dans la construction, le ratio a nettement progressé s'agissant de la moyenne, mais la médiane indique une dégradation persistante dans ce secteur, en particulier pour les petits groupes. Dans le secteur de l'énergie, les évolutions de la moyenne et de la médiane sont encore contradictoires, reflétant une amélioration de la médiane.

2 | Situation financière : légère amélioration en 2013

En dépit de son hétérogénéité, le nombre et le poids des 960 groupes inclus dans ERICA fournit une évaluation pertinente de la structure financière des principaux groupes cotés du secteur non financier de l'Europe continentale (même si quelques grands groupes de plusieurs pays sont absents). Toutefois, les 241 plus grands groupes, représentant plus de 94 %

du chiffre d'affaires total, exercent une forte influence sur les résultats globaux (cf. annexe 2).

Les résultats obtenus avec ERICA ne peuvent pas être considérés comme une image fidèle de la situation financière de l'ensemble des sociétés non financières, mais ils donnent un éclairage sur la situation des groupes cotés européens des secteurs non financiers.

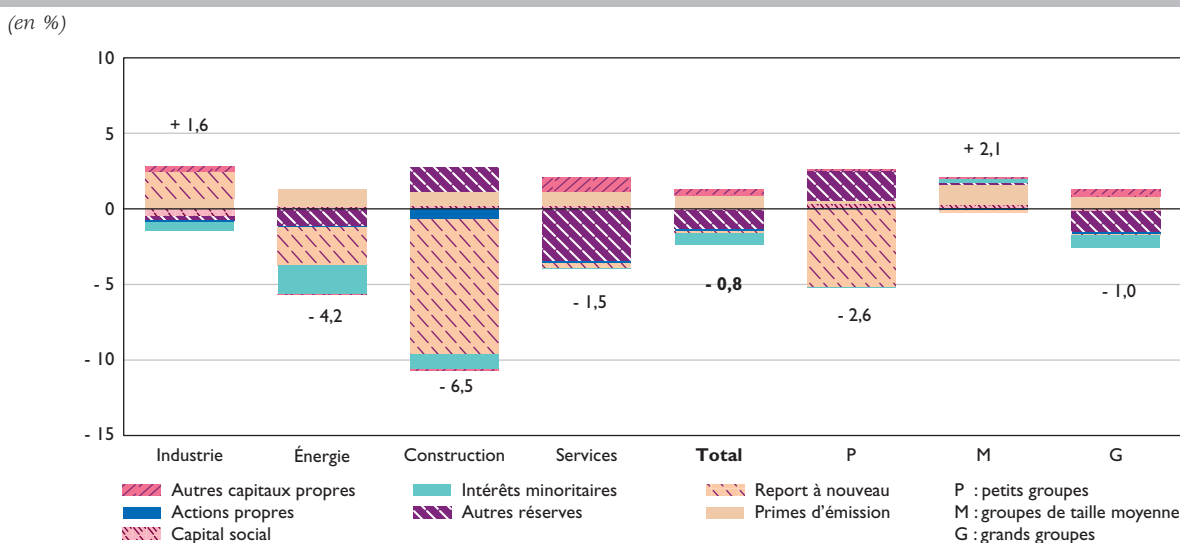
2 | I Amélioration de la solvabilité malgré la légère diminution globale des niveaux de fonds propres

Légère baisse des fonds propres en 2013

En 2013, le niveau des fonds propres a peu évolué, enregistrant une baisse de 0,8 %, contrairement aux deux années précédentes, durant lesquelles une légère hausse globale a été enregistrée.

La plus forte baisse s'est produite dans le secteur de la construction (- 6,5 %), principalement sous l'effet de la diminution des bénéfices non distribués, mais les fonds propres ont également baissé dans les secteurs de l'énergie (- 4,2 %) et des services (- 1,5 %). Le seul secteur ayant enregistré des évolutions positives est celui de l'industrie (+ 1,6 %). Du point de vue de la taille, seuls les groupes de taille moyenne sont

Graphique 6 Évolution des fonds propres et de leur composition en 2013



parvenus à accroître leurs fonds propres, de 2,1 %, grâce à une prime d'émission plus élevée. Les grands et les petits groupes, *a contrario*, ont enregistré une baisse de leurs fonds propres.

Le ratio de fonds propres (fonds propres/total des actifs) s'est amélioré en 2013 dans la quasi-totalité des secteurs et des catégories de taille

Les deux mesures du ratio de fonds propres ont légèrement augmenté : la moyenne pondérée et la médiane ont progressé de 0,5 point à 32,2 % et 38,9 %, respectivement. Ce mouvement provient de l'érosion du total des bilans, dans un contexte économique encore globalement défavorable.

Ces évolutions positives se reflètent dans la moyenne pondérée de la quasi-totalité des secteurs et des

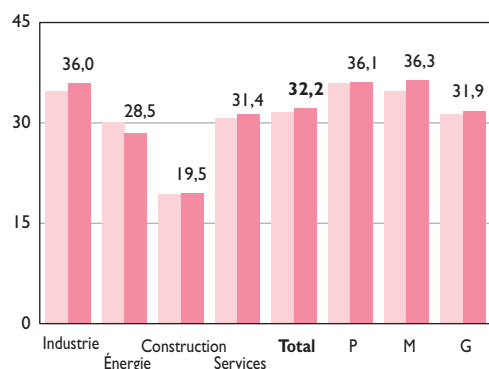
catégories de taille. Les plus fortes hausses ont été observées dans l'industrie (1,2 point), suivie des services (0,7 point) et de la construction (0,1 point). Seul le secteur de l'énergie a affiché une diminution sensible de 1,7 point. Malgré cette évolution, le secteur de la construction affiche encore un ratio inférieur (moins de 20 %) à celui de tous les autres secteurs (environ 30 % ou plus). Du point de vue de la taille, tous les groupes ont amélioré leurs ratios de fonds propres, mais la progression la plus notable est celle des groupes de taille moyenne, avec une hausse de 1,5 point.

Les résultats sont similaires pour la médiane. Là encore, le secteur de l'énergie affiche la plus forte baisse (-1,9 point). Le ratio de fonds propres s'est amélioré dans les trois autres secteurs. Du point de vue de la taille des groupes, les petits groupes et les groupes de taille moyenne sont parvenus à augmenter leur ratio de 1,1 point. Seuls les grands groupes de l'échantillon font état d'une diminution, de 0,6 point, de leur ratio de fonds propres.

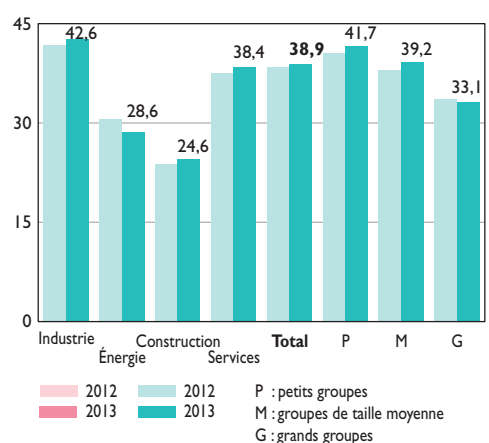
Graphiques 7 Ratio de fonds propres sur total des actifs

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

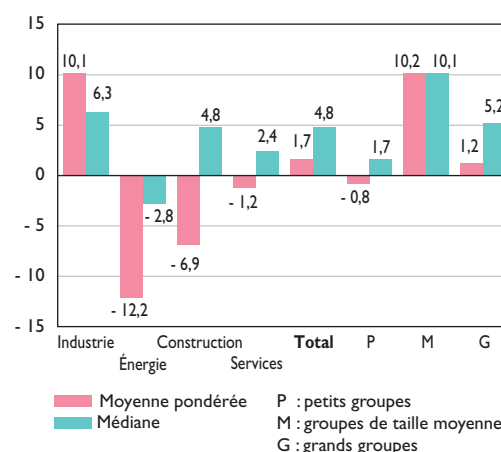
2 | 2 Légère hausse de la trésorerie et des équivalents de trésorerie

Légère hausse de la liquidité en 2013, imputable exclusivement aux groupes industriels

La forte préférence pour la liquidité observée les années précédentes s'est affaiblie en 2013. Au cours de

Graphique 8 Évolution de la trésorerie et des équivalents de la trésorerie
Échantillon glissant 2012-2013

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

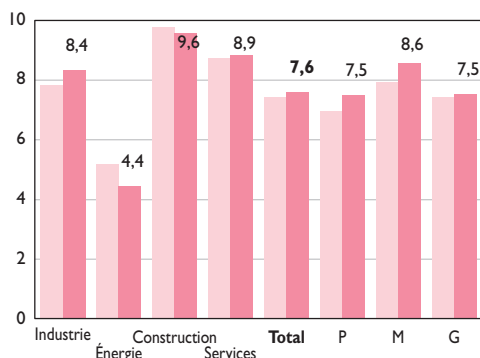
la période sous revue, la trésorerie et les équivalents de trésorerie (comme les valeurs mobilières de placement) n'ont que légèrement augmenté, de 1,7 % en moyenne. En fait, la forte progression des taux de croissance (10,1 %) n'a concerné que le secteur industriel, tandis que les groupes des secteurs de l'énergie, de la construction et des services ont réduit leurs fonds de trésorerie de 12,2 %, 6,9 % et 1,2 %, respectivement. S'agissant de la taille, seuls les groupes de taille moyenne ont enregistré une progression significative, de 10,2 %, de leur trésorerie.

La médiane globale a augmenté de 4,8 %. Souvent, les variations de la liquidité ont été moins prononcées pour la médiane que pour la moyenne pondérée. C'est seulement dans le cas des groupes de taille moyenne, où la médiane a augmenté de 10,1 %, que l'on note une évolution quasiment identique.

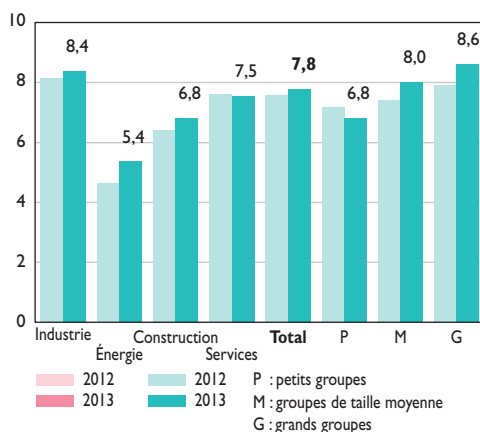
Graphiques 9 Liquidité – trésorerie et équivalents de trésorerie sur total des actifs

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

Le taux de liquidité est demeuré stable

La trésorerie et les équivalents de trésorerie n'ayant que légèrement augmenté, le ratio liquidité/total des actifs est resté pratiquement inchangé (+ 0,2 point) à 7,6 % en moyenne fin 2013. Cette observation s'applique également au ratio médian.

Les principales variations concernent le secteur industriel, en hausse de 0,6 point, et celui de l'énergie, en baisse de 0,8 point. Du point de vue de la taille, les groupes de taille moyenne ont à nouveau affiché la hausse la plus nette, de 0,7 point en moyenne.

2|3 Dettes financières en baisse et taux d'endettement stable

L'endettement financier a globalement baissé en 2013

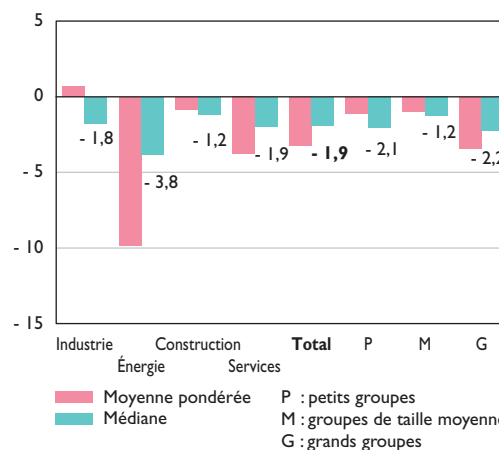
L'endettement financier total a diminué en moyenne (– 3,2 %) et en valeur médiane (– 1,9 %).

Les tendances des différents secteurs et des différentes catégories de taille ont été assez uniformes : presque tous les secteurs et toutes les catégories de taille ont réduit leur endettement financier, en termes à la fois de moyenne pondérée et de médiane. C'est dans le secteur de l'énergie que l'endettement financier a

Graphique 10 Évolution de l'endettement financier

Échantillon glissant 2012-2013

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

enregistré la plus forte baisse (- 9,8 % en moyenne). La seule exception est le secteur de l'industrie, où l'endettement financier a augmenté de 0,7 % en moyenne.

Le poids de l'endettement financier est resté largement stable

Bien que l'endettement financier ait globalement diminué en valeur absolue en 2013, le taux d'endettement est resté largement stable, à environ 31 % du total des actifs. Ce constat s'explique par la réduction du montant des actifs, quasi parallèle à celle de la dette financière. Dans l'ensemble des secteurs et des catégories de taille, le ratio a peu évolué. Par ailleurs, les grands groupes affichent un ratio moyen inférieur à celui des petits groupes et des groupes de taille moyenne.

Les évolutions par secteur d'activité ont été plus prononcées pour la médiane que pour la moyenne pondérée. Le taux d'endettement médian pour l'ensemble des secteurs et des catégories de taille a augmenté de 0,4 point pour s'établir à 25,8 %. Il convient de faire remarquer que la médiane dans les secteurs de l'énergie et de la construction est nettement plus élevée.

2 | 4 Emploi des ressources financières

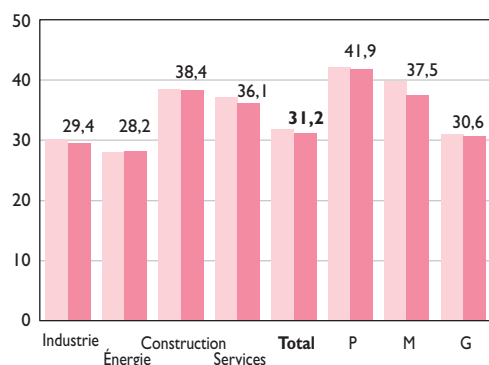
Avec la diminution des fonds propres et de la dette financière en 2013, les groupes cotés des secteurs non financiers ont réduit les ressources consacrées à l'investissement dans différents types d'actifs. Compte tenu des récentes limitations de ressources, il convient de vérifier si l'affectation de ces ressources à des actifs immobilisés ou circulants dépend du secteur d'activité et/ou de la taille du groupe.

Les ressources financières des entreprises sont réparties de façon équilibrée, en moyenne, entre actifs courants et actifs non courants. Une comparaison par secteur

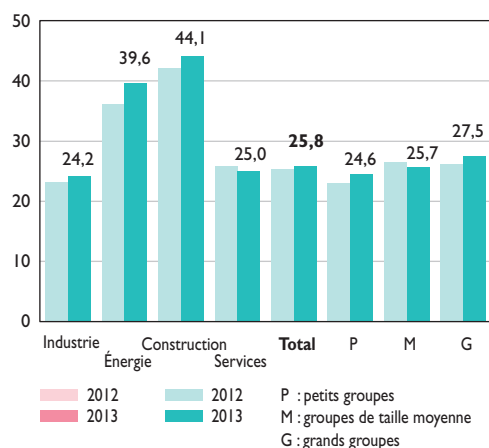
Graphiques I1 Endettement financier sur total des actifs

(en %)

Moyenne pondérée



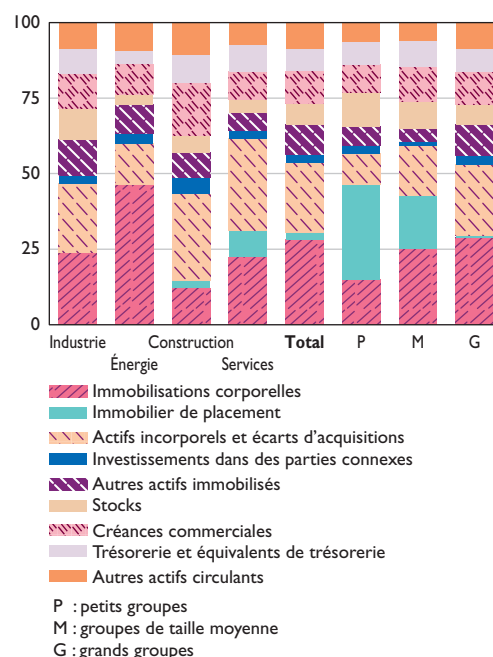
Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

Graphique I2 Structure de l'actif en 2013

(en % des actifs totaux)



Source : ECCBSO – base ERICA.

d'activité montre toutefois que les immobilisations corporelles sont extrêmement importantes dans le secteur de l'énergie, mais beaucoup moins dans celui de la construction. Le graphique 12 montre également le poids significatif de l'immobilier de placement dans les petits groupes et, dans une moindre mesure, dans les groupes de taille moyenne. L'échantillon utilisé recouvre 53 groupes immobiliers dont 40 sont des « petits groupes ». Or, 14 de ces petits groupes immobiliers appartiennent aux 20 « petits groupes » les plus grands de l'échantillon (en termes d'actif total), ce qui explique l'importance de l'immobilier de placement dans cette catégorie. Enfin, plus le groupe est grand, plus la part des actifs incorporels et écarts d'acquisition, ainsi que des immobilisations corporelles est élevée.

3| Impact positif de la juste valeur sur les états financiers

L'analyse de l'impact de la juste valeur s'appuie sur les états financiers pour l'exercice 2013, disponibles dans ERICA+, et englobe les données de 231 groupes dont 148, soit 64 % de l'échantillon global (67 % en 2012), ont fait l'objet d'une réévaluation en juste valeur. Sur ces 148 groupes, 111 groupes ont enregistré dans leur compte de résultat des éléments valorisés en juste valeur, 97 ont procédé à des ajustements ayant une incidence sur les fonds propres (dont 60 ont procédé à la fois à des ajustements en juste valeur de leurs compte de résultat et de leurs fonds propres).

3| I Impact positif sur le compte de résultat et sur les fonds propres

En 2013, la juste valeur a eu un impact globalement positif sur le compte de résultat et sur les fonds propres. Si l'impact sur le compte de résultat est positif en raison principalement de la juste valeur des actifs non courants et du reclassement des instruments de couverture des flux de trésorerie, celui sur les fonds propres résulte des actifs financiers disponibles à la vente et des instruments de couverture des flux de trésorerie. Les grands groupes ont tendance à enregistrer la majorité des réévaluations en juste valeur, contrairement aux petits groupes et aux groupes

de taille moyenne. Comme les années précédentes, l'impact global de la juste valeur provient des grands groupes.

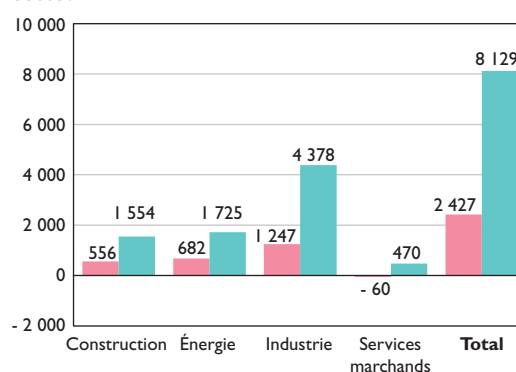
Impact positif sur le compte de résultat en raison des actifs non courants et du reclassement des instruments de couverture des flux de trésorerie

Les secteurs enregistrent presque tous un impact positif sur le compte de résultat. C'est particulièrement le cas du secteur de l'énergie. Dans ce dernier, l'impact positif sur les actifs non courants résulte de la comptabilisation à la valeur de consolidation des bénéfices enregistrés par une filiale et de l'émission d'obligations convertibles dans deux participations disponibles à la vente, ce qui accroît la valeur des participations ; il résulte également d'une reprise

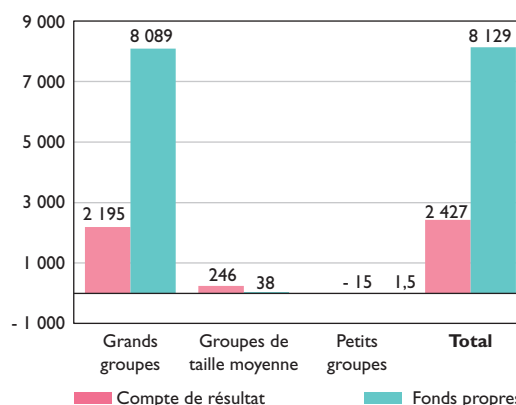
Graphiques I3 Réévaluation à la juste valeur (total par secteur et par taille)

(en millions d'euros)

Par secteur



Par taille



Source : ECCBSO – base ERICA.

de dépréciation due à des révisions positives des réserves et à une amélioration des coûts de production futurs. Un groupe a eu recours à des instruments de couverture des flux de trésorerie afin de se prémunir contre le risque de fluctuation des prix des matières premières. Le secteur de l'énergie a également contribué au résultat global avec un impact négatif en raison d'importantes variations des dépenses et des revenus liées aux instruments dérivés dans un groupe. Dans l'industrie et la construction, l'impact positif sur le compte de résultat est attribuable à d'autres composantes. Dans l'industrie, les chiffres résultent, dans des proportions presque égales, des instruments financiers désignés comme instruments de couverture dans un groupe et des ajustements liés au reclassement d'actifs financiers disponibles à la vente dans un autre groupe. Dans le secteur de la construction, la valeur positive est imputable aux plus-values enregistrées par un groupe sur les instruments financiers qu'il détient en raison de la valorisation aux prix de marché de ses parts de produits dérivés.

Impact positif sur les fonds propres en raison des actifs financiers disponibles à la vente et des instruments de couverture des flux de trésorerie

S'agissant des fonds propres, l'impact global est positif et largement imputable au secteur de l'industrie, qui enregistre la valeur la plus élevée pour les deux composantes. Outre l'industrie, l'impact positif des actifs financiers disponibles à la vente dans le secteur de l'énergie et du rôle des instruments de couverture des flux de trésorerie dans la construction est manifeste. En ce qui concerne les actifs financiers disponibles à la vente, l'impact positif sur les secteurs de l'industrie et de l'énergie résulte d'un groupe dans chaque secteur, en liaison avec le placement en actions dans des participations disponibles à la vente. Les montants positifs observés dans l'industrie au titre des instruments de couverture des flux de trésorerie sont liés aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation des prix des matières premières contre lesquels un groupe s'est prémuni. Dans la construction, en revanche, la valeur relative aux instruments de couverture des flux de trésorerie est répartie sur différents groupes.

Comme les années précédentes, la réévaluation en juste valeur dans le compte de résultat a une incidence limitée sur le chiffre d'affaires. Toutefois, certains petits groupes et groupes de taille moyenne

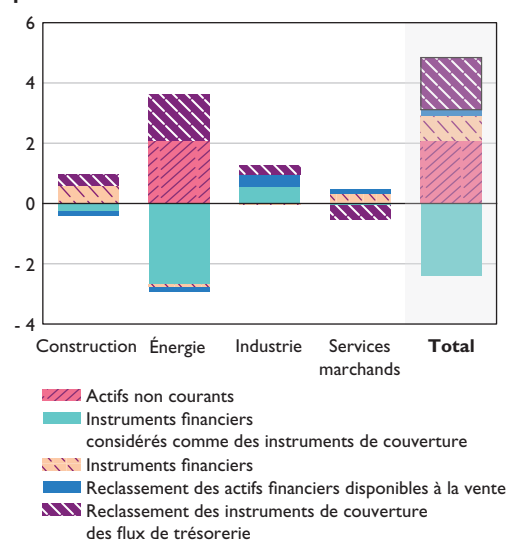
ont des taux de réévaluation par rapport au chiffre d'affaires plus élevés (supérieurs à 18 %). Le poids de la réévaluation des fonds propres sur le total des fonds propres est inférieur à 1,5 % pour tous les secteurs, sauf pour la construction (5 %), en raison du niveau modéré des fonds propres de ce secteur.

L'analyse de corrélation entre la réévaluation en juste valeur dans le compte de résultat et le bénéfice (ou la perte), avant la réévaluation en juste valeur, aboutit à la même conclusion que les années précédentes. Les groupes n'ont globalement pas

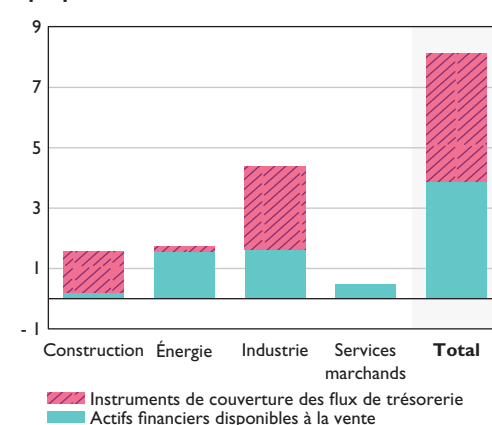
Graphiques I4 Réévaluation à la juste valeur : impact sur le compte de résultat et les fonds propres (total par secteur)

(en milliards d'euros)

Compte de résultat



Fonds propres



Source : ECCBSO – base ERICA.

utilisé la juste valeur pour piloter leurs résultats en 2013. La réévaluation en juste valeur a eu pour effet d'amplifier les bénéfices plutôt que de les lisser. En outre, la même analyse de régression que celle menée les années précédentes (variables indépendantes : total des actifs, immobilisations incorporelles, chiffre d'affaires, bénéfices, recherche et développement et secteur ; variable dépendante : valeur absolue de la réévaluation en juste valeur), aboutit à un coefficient « *adjusted R square* » faible, de 33 %. Ce résultat montre que les variables comptables n'expliquent pas l'impact de la juste valeur. Comme cela a été évoqué précédemment, l'impact de la juste valeur résulte de la comptabilisation à la valeur de consolidation et des instruments financiers utilisés

comme couverture, permettant aux groupes de gérer les risques de fluctuation des prix des matières premières, des taux de change et des taux d'intérêt.

Enfin, une comparaison avec les indices boursiers ² montre que les tendances reflétées par les groupes européens utilisant la comptabilité en juste valeur coïncident avec les résultats positifs observés sur les marchés boursiers européens en 2013. Ce profil d'évolution se retrouve dans certains des secteurs d'activité analysés, plus particulièrement dans l'industrie et les services, tandis que dans la construction et l'énergie, la valeur de marché semble être découplée de celle des portefeuilles, ces derniers affichant de moins bons résultats en 2013.

2 pour des informations détaillées, se reporter à l'annexe statistique disponible uniquement sur le site internet de l'ECCBSO, à l'adresse suivante : www.eccbsso.org

Annexe I

Membres du groupe de travail ERICA (Registres européens des comptes consolidés IFRS)

Manuel Ortega (président)	Banco de España
Pilar Saura	Banco de España
Riccardo Renzi	Banca d'Italia
Ana Bárbara Pinto	Banco de Portugal
Olga Lymperopoulou	Bank of Greece
Claire Mangin	Banque de France
Lisa Schirmer	Banque de France
Laurent Carlino	Banque de France
Saskia Vennix	Banque nationale de Belgique
Ilse Rubbrecht	Banque nationale de Belgique
Vincenzo Favale	Centrale dei Bilanci/Cerved Group
Matthias Lörch	Deutsche Bundesbank
Martina Hemsath	Deutsche Bundesbank
Lena Leontyeva	Deutsche Bundesbank
Sabine Wukovits	Österreichische Nationalbank
Sébastien Pérez-Duarte	Banque centrale européenne
Bartek Czajka (observateur)	IASB

Annexe 2

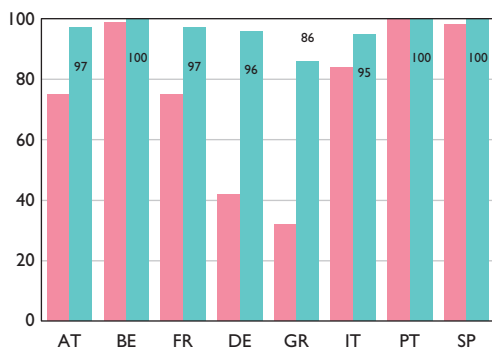
Base de données ERICA : couverture et principaux chiffres

La couverture d'ERICA en ce qui concerne l'ensemble des groupes cotés va de 32 % en Grèce ou 42 % en Allemagne à 100 % au Portugal. Au regard d'un indicateur quantitatif (chiffre d'affaires, capital social ou fonds propres), la couverture est très importante pour tous les pays et va de 86 % pour la Grèce à 100 % pour la Belgique, le Portugal et l'Espagne. Si l'on considère le sous-ensemble ERICA+ qui, du point de vue du nombre de groupes, est nettement moins large qu'ERICA, la couverture varie de 100 % au Portugal à 6 % en Allemagne ; toutefois, les indicateurs quantitatifs montrent qu'ERICA+ est un échantillon représentatif de la population des groupes consolidés, avec des taux de couverture plus élevés (de 68 % en France à 100 % au Portugal).

Graphiques A Représentativité de la base de données par rapport au total des groupes cotés

(en %)

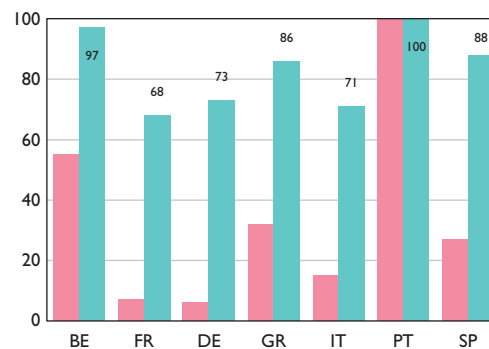
ERICA



Par rapport au nombre de groupes cotés
Par rapport à un indicateur quantitatif

AT : Autriche BE : Belgique DE : Allemagne ES : Espagne FR : France GR : Grèce IT : Italie PT : Portugal

ERICA+ (total des groupes cotés)



Source : ECCBSO – base ERICA.

La ventilation sectorielle (en fonction du chiffre d'affaires) des groupes cotés européens varie fortement d'un pays à l'autre. L'industrie est particulièrement importante dans la plupart des pays, à l'exception de l'Autriche, de l'Espagne et du Portugal. Le secteur de la construction représente une part importante du marché boursier en Autriche et en Espagne alors que dans les autres pays, sa place est mineure. Le secteur de l'énergie représente une part importante du marché boursier en Autriche, en Italie, au Portugal et en Espagne, mais une part assez faible en Belgique, en France, en Allemagne et en Grèce.

La structure sectorielle est bien représentée dans les deux bases de données, même pour les pays dont la couverture est plus faible en termes d'indicateurs quantitatifs (dans le cas de l'Italie par exemple, le secteur de l'énergie est surreprésenté dans ERICA + et s'agissant de la France, le secteur des services est sous-représenté, mais ils sont globalement bien représentés dans la base de données).

Tableau I Répartition de l'échantillon, par pays, secteur et taille
Principaux chiffres pour 2013

(montants en milliards d'euros)

	Nombre	Total de l'actif	EBIT	Flux de trésorerie d'exploitation	Résultat avant impôt	Chiffre d'affaires	Dettes financières	Trésorerie	Fonds propres
Par pays									
Autriche	44	137,81	7,36	11,48	6,05	110,19	38,89	9,24	54,72
Belgique	76	211,21	15,86	19,44	17,84	131,62	66,83	16,78	80,00
France	315	2 134,44	99,09	142,99	77,72	1 400,10	576,62	179,26	725,18
Allemagne	202	1 807,25	95,48	112,45	83,34	1 424,35	566,19	122,14	549,31
Grèce	49	67,57	1,21	4,82	0,12	47,43	23,08	6,63	24,19
Italie	134	528,99	33,37	13,40	25,08	320,46	180,75	32,87	181,00
Portugal	37	115,85	5,25	8,68	3,35	72,54	51,93	9,25	31,34
Espagne	106	720,33	33,91	53,84	21,69	385,89	283,12	58,83	209,75
Par secteur									
Industrie	434	2 718,60	156,49	180,03	143,84	2 017,04	815,42	242,12	952,29
Énergie	48	1 366,33	48,87	71,03	31,98	748,33	384,71	60,73	389,78
Construction	50	295,47	8,61	13,05	4,12	187,70	112,64	28,32	59,19
Services	422	1 418,94	80,40	107,27	55,79	1 014,03	516,99	123,38	444,89
Non répertoriés	6	4,26	0,28	0,36	0,23	2,75	1,14	0,58	1,93
Par taille (CA)									
Petits groupes (< 250 millions)	437	106,26	1,99	4,45	0,75	42,37	45,00	7,79	38,54
Groupes de taille moyenne (250 millions - 1,5 milliard)	282	323,99	16,11	21,80	10,75	193,34	121,12	27,74	118,28
Grands groupes (> 1,5 milliard)	241	5 373,35	276,55	345,49	224,46	3 734,14	1 664,77	419,61	1 691,25
Total	960	5 803,60	294,65	371,74	235,96	3 969,85	1 830,90	455,13	1 848,08

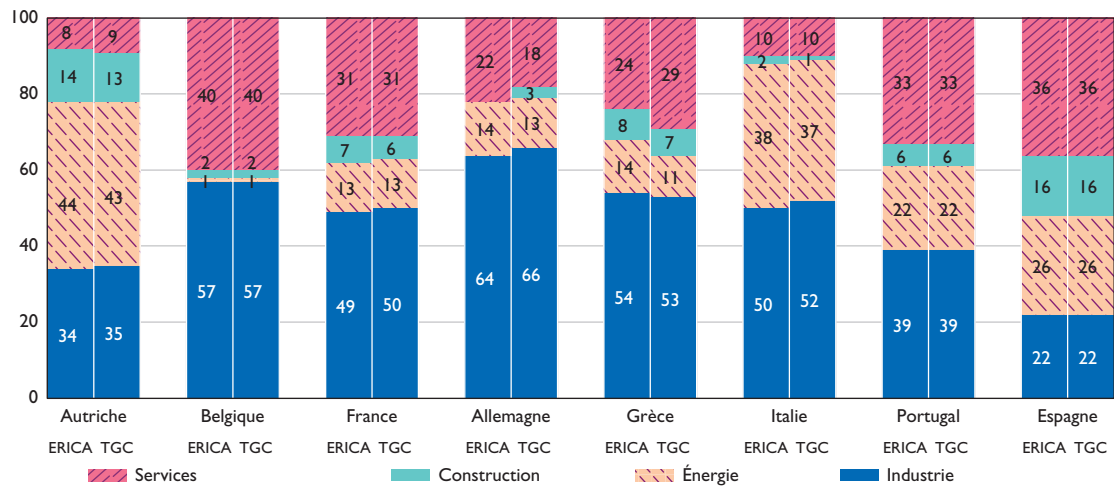
Note : Les nombres d'entreprises par pays et par secteur ou par taille sont différents : plusieurs groupes comptés en double appartiennent au même pays mais appartiennent à des secteurs différents.

Source : ECCBSO – base ERICA.

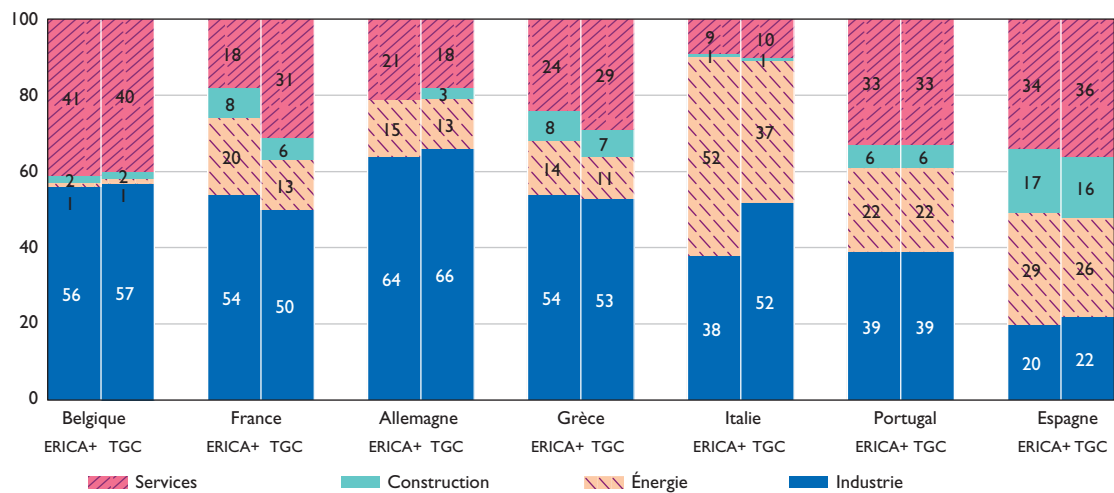
Graphiques B Structure par pays et par secteur (par rapport à un indicateur quantitatif)

(en %)

ERICA



ERICA +



TGC : Total des groupes cotés.

Source : ECCBSO – base ERICA.

Annexe 3

Activités exercées par les groupes cotés européens des secteurs non financiers en Europe : analyse de la diversification

La structure des groupes dans ERICA+ du point de vue des différentes activités qu'ils exercent (au sens de la classification NACE) est décrite dans le graphique A. Il ressort de ce graphique que 49 % des groupes n'ont qu'une activité, 24 % deux activités, 21 % trois activités et les 7 % restants quatre activités. Afin d'identifier la ventilation du chiffre d'affaires des groupes en fonction de leurs différentes activités, les groupes exerçant un nombre différent d'activités sont examinés séparément.

Le schéma ci-dessous montre la nature des autres activités des groupes. Il permet de constater que pour la majorité des groupes, la deuxième activité exercée relève du secteur des services.

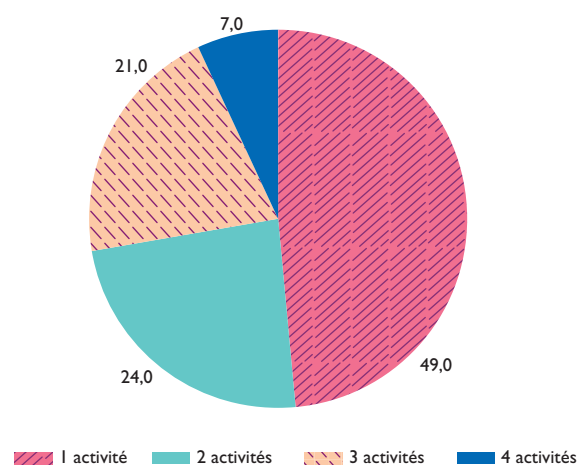
D'un point de vue sectoriel et en termes de chiffre d'affaires, le secteur de la construction est le plus diversifié parmi les groupes n'exerçant que deux activités. Le diagnostic change pour les groupes exerçant trois activités, où le secteur de l'énergie est le plus diversifié. Enfin, parmi les groupes exerçant quatre activités, les secteurs de la construction et de l'énergie sont diversifiés de façon égale (dans l'industrie, un seul groupe ne permet pas de tirer des conclusions générales).

La diversification des groupes de construction est une évolution attendue. Le secteur de la construction est très influencé par l'activité économique. Par conséquent, les groupes appartenant à ce secteur sont enclins à diversifier leurs activités afin de se prémunir contre un éventuel ralentissement économique. S'agissant des groupes appartenant au secteur de l'énergie, il n'y a pas d'explication simple aux résultats obtenus.

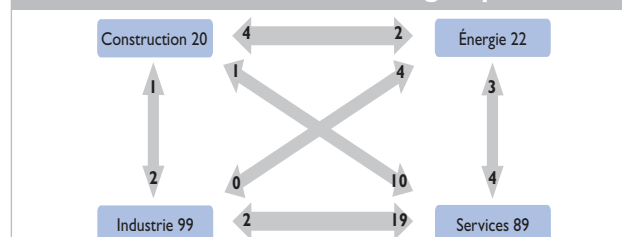
Du point de vue de la taille des groupes et du chiffre d'affaires, parmi les groupes n'exerçant que deux activités, les groupes de taille moyenne et les grands groupes sont légèrement moins diversifiés que les petits groupes. Le diagnostic est le même pour les groupes exerçant trois activités. Toutefois, parmi les groupes exerçant quatre activités, les grands groupes ont clairement tendance à être plus diversifiés que les petits groupes.

Graphique A Ventilation des groupes selon le nombre de leurs activités

(en %)



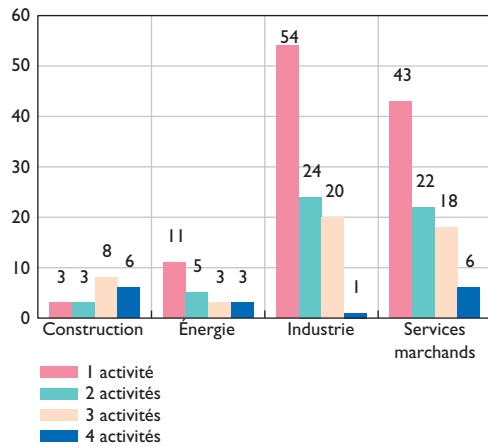
Relations entre les activités des groupes



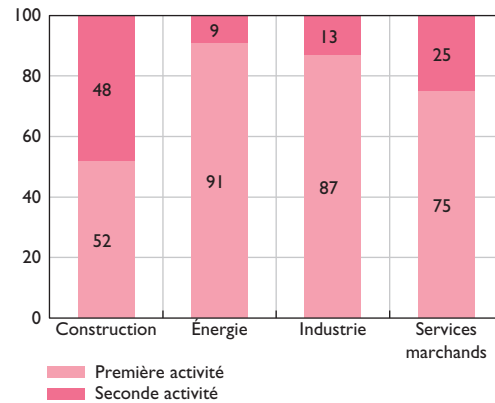
Graphiques B Pourcentage de chiffre d'affaires provenant de chaque activité pour chaque secteur

(en %)

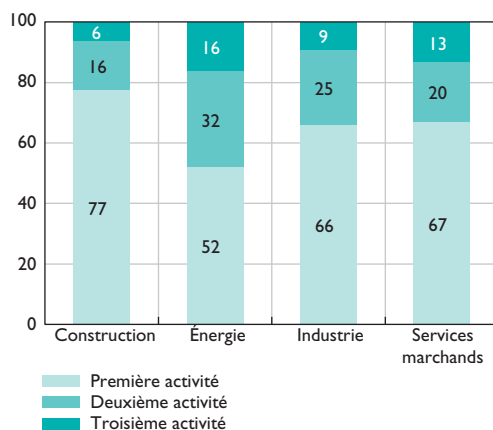
Nombre d'entités et d'activités



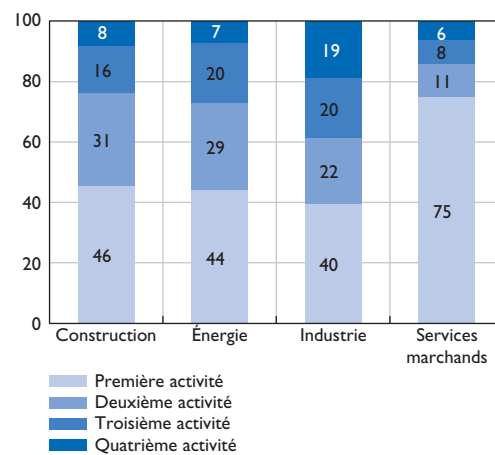
Groupes avec 2 activités



Groupes avec 3 activités



Groupes avec 4 activités

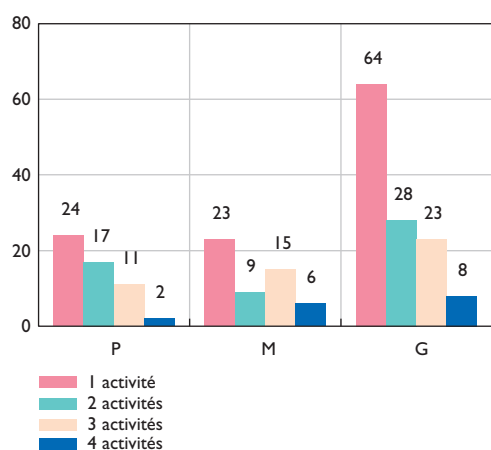


Source : ECCBSO – base ERICA.

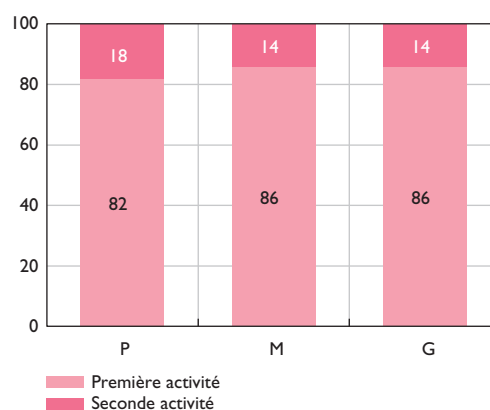
Graphiques C Pourcentage de chiffre d'affaires provenant de chaque activité pour chaque taille de groupe

(en %)

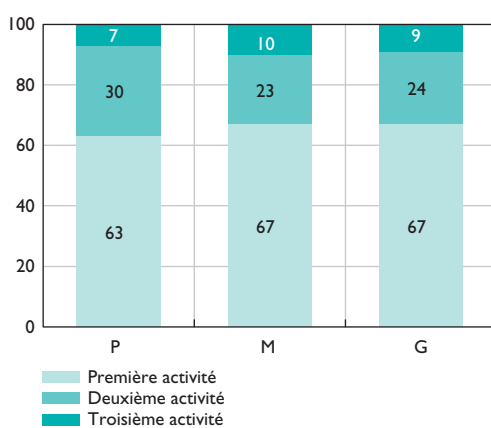
Nombre d'entités et d'activités par taille de groupes



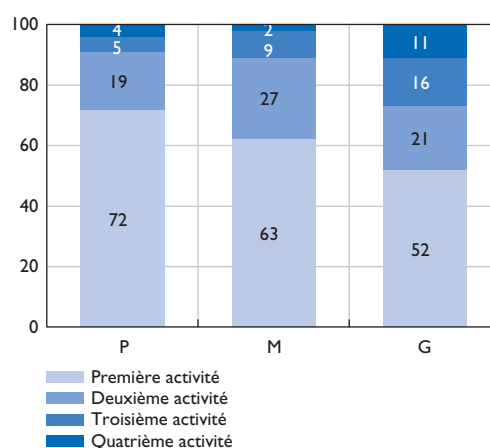
Groupes avec 2 activités



Groupes avec 3 activités



Groupes avec 4 activités



P : petits groupes ; M : groupes de taille moyenne ; G : grands groupes.

Source : ECCBSO – base ERICA.

Diffusion et contribution à la croissance des TIC aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni

Gilbert CETTE, Christian CLERC et Lea BRESSON

Banque de France, Université d'Aix-Marseille (AMSE)

L'étude caractérise et compare les évolutions de la diffusion et de la contribution à la croissance des technologies de l'information et de la communication (TIC) aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni sur la période 1970-2013. Les principaux enseignements sont que :

- i) après une longue période de croissance continue, la diffusion des TIC comme facteur de production est stabilisée depuis le début de la décennie deux mille tant aux États-Unis, que dans la zone euro et au Royaume-Uni ;*
- ii) cette stabilisation se fait à des niveaux très différents, elle est largement plus importante aux États-Unis que dans la zone euro, le Royaume-Uni connaissant une position intermédiaire ;*
- iii) dans les trois zones géographiques, la contribution des TIC à la croissance a fortement augmenté sur la période 1995-2004 par rapport à la décennie précédente. Mais cette contribution a ensuite très fortement diminué. Elle ne demeure positive que du fait de la poursuite des gains de performance des TIC, ces gains apparaissant cependant également en forte baisse.*

Mots clés : TIC, productivité, croissance

Codes JEL : O4, E22, O33

NB : Cette analyse n'engage que ses auteurs et non les institutions qui les emploient.

Nous tenons à remercier Dirk Pilat, Belen Zinni et Anita Woelf de l'OCDE pour nous avoir mis à notre disposition les données d'investissement en TIC mobilisées dans la présente analyse.

Une très large littérature empirique s'est consacrée à l'analyse de la diffusion et de la contribution des technologies de l'information et de la communication (TIC) à la croissance économique (cf. par exemple, sur les États-Unis, Jorgenson, 2001, Jorgenson et al., 2006, Byrne *et al.*, 2013, et sur de nombreux pays industrialisés Shreyer, 2000, Pilat et Lee, 2001, Colecchia et Shreyer, 2001, Van Ark *et al.*, 2008, Cette *et al.*, 2009, Timmer *et al.*, 2011, ou Cette et Lopez, 2012). L'un des enseignements de cette littérature est que la diffusion des TIC et leur contribution à la croissance auraient continuellement augmenté jusqu'au milieu des années deux mille, et qu'elles seraient plus élevées aux États-Unis que dans les autres pays industrialisés. Cette et Lopez (2012) montrent par ailleurs que la diffusion des TIC comme facteur de production serait stabilisée sur les premières années de la décennie deux mille dans tous les pays industrialisés, avec des écarts entre pays qui ne se réduisent pas et qui traduisent en particulier une forte avance des États-Unis. Byrne *et al.* (2013) montrent qu'aux États-Unis, la contribution des TIC à la croissance diminue fortement depuis le milieu des années deux mille, avant le début de la crise actuelle.

L'objet de la présente étude est de caractériser et de comparer les évolutions plus récentes de la diffusion et de la contribution à la croissance des TIC aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Afin de proposer une mise en perspective longue, cette étude porte sur la période 1970-2013, et se rapporte à l'ensemble des économies considérées (et non au seul secteur marchand). Pour cela, des séries de capital en TIC sont reconstituées à partir de données d'investissement mises à notre disposition par l'OCDE.

La contribution des TIC à la croissance peut emprunter essentiellement deux canaux : la mobilisation des TIC comme facteur de production, ces technologies se caractérisant à la fois par un usage croissant et par des gains de performance forts et continus, et la production même de TIC, dont l'importance a augmenté sur les dernières décennies et dans laquelle les gains de productivité sont très élevés. Notre analyse ne considère que le premier de ces deux canaux.

Les principaux apports de notre analyse sont que i) la stabilisation de la diffusion des TIC comme facteur de production s'est poursuivie après le début des années deux mille et jusque dans la décennie actuelle, tant aux États-Unis, que dans la zone euro

et au Royaume-Uni ; ii) les écart de diffusion des TIC observés au début des années deux mille demeurent sur la décennie qui suit, cette diffusion restant largement plus importante aux États-Unis que dans la zone euro, le Royaume-Uni connaissant une position intermédiaire ; iii) la contribution des TIC à la croissance, *via* une augmentation de l'intensité capitalistique en TIC, a fortement diminué à partir du milieu des années deux mille dans la zone euro et au Royaume-Uni, comme aux États-Unis où cela avait déjà été observé (cf. par exemple Byrne *et al.*, 2013).

La section 1 présente les données mobilisées et la méthodologie permettant d'évaluer la contribution des TIC à la croissance. Les sections 2 et 3 caractérisent successivement la diffusion des TIC comme facteur de production et la contribution de ces technologies à la croissance. La section 4 avance quelques remarques conclusives.

I | Données et méthodologie

Les évaluations ici proposées le sont au niveau de l'ensemble des économies considérées (et non sur le seul secteur marchand).

Les données d'investissement TIC en valeur nous ont été communiquées par l'OCDE pour chacun des trois produits usuellement distingués dans la littérature, les matériels informatiques, les logiciels et les matériels de communication, et pour la plupart des pays du G7 (États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada), trois autres grands pays européens (Espagne, Pays-Bas et Belgique), et un pays nordique (Finlande). Une zone euro a été reconstituée en agréant les données de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne, des Pays-Bas, de la Belgique et de la Finlande, qui représentent ensemble environ 84 % du PIB de la zone euro en 2012. Les variables sont disponibles pour la période allant de 1960 à 2012 (2011 pour le Royaume-Uni). Après diverses corrections et rétrapolations, supposant entre autres hypothèses que l'investissement en TIC s'amorce en 1950, ces données sont disponibles sur la période 1950 à 2012.

Le stock de capital en volume et en valeur est construit pour chacun des trois produits TIC selon la méthode de l'inventaire permanent ¹, en supposant un taux de déclassement annuel constant de 30 % pour les

matériels informatiques et les logiciels et de 15 % pour les matériels de communication. Le stock de capital TIC total est reconstitué, en valeur et en volume, en sommant le stock de capital des trois produits TIC considérés.

Les données ici mobilisées concernant le PIB en valeur et son déflateur sont essentiellement de source Eurostat et OCDE. Les indices de prix de l'investissement sont reconstitués, pour chaque pays et chacun des trois produits TIC, à partir des données de

ENCADRÉ

Méthodologie de l'évaluation de la contribution des TIC à la croissance de la productivité du travail

L'évaluation de la contribution du capital TIC à la croissance de la productivité horaire du travail est faite, pour chacun des trois produits TIC considérés, à partir de la méthodologie usuelle des approches comptables de la croissance initialement proposées par Solow (1956, 1957).

Pour chaque produit TIC (les indices de ces produits sont écartés pour alléger les notations), la contribution de l'année t , notée CO_t , du capital à la croissance est évalué à partir de la relation :

$$CO_t = \alpha_{t,t} \cdot (\Delta k_{t-1} - \Delta n_t - \Delta h_t)$$

où K_{t-1} correspond au volume de capital installé en fin d'année $t-1$, N_t à l'emploi total l'année t et H_t à la durée annuelle moyenne du travail des personnes en emploi l'année t . Les notations des variables en minuscules correspondent à leur logarithme népérien ($x = \ln(X)$), et le taux de croissance d'une variable est approximé par la variation de son logarithme. Le symbole Δ correspond à la variation d'une variable ($\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$).

Le coefficient $\alpha_{t,t}$ est l'indice de Törnquist du coefficient α_t :

$$\alpha_{t,t} = (\alpha_t + \alpha_{t-1})/2$$

Le coefficient α_t correspond à la part de la rémunération du capital (rappelons que ce calcul est fait pour chacun des trois produits TIC) dans le PIB :

$$\alpha_t = (C_t \times K_{t-1}) / (PQ_t \times Q_t)$$

où C correspond au coût d'usage du capital, K au volume du stock de capital, PQ au déflateur du PIB et Q au volume du PIB.

Le coût d'usage du capital C est calculé à partir de la relation proposée par Jorgenson (1963) :

$$C_t = P_t \times (i_t + \delta - \Delta p_t)$$

où P correspond au prix de l'investissement en produit TIC considéré, i au taux d'intérêt nominal et δ au taux de déclassement supposé invariant du capital en produit TIC considéré.

Pour le taux d'intérêt nominal i , deux options peuvent alternativement être retenues : pour chaque pays, soit le taux d'intérêt sur les émissions de titres de dette publique à 10 ans, soit un taux fixe de 10 %. Ces deux options aboutissent à des évaluations très proches de la contribution du capital TIC à la croissance. L'option ici retenue est celle du taux des émissions de titres de dette publique.

¹ Pour chacun des trois produits TIC ici indicé par j , le stock de capital (en valeur ou en volume) à la fin de l'année t est $K_{j,t}$, construit à partir de la relation : $K_{j,t} = I_{j,t} + (1 - \delta_j) K_{j,t-1}$ où $I_{j,t}$ correspond à l'investissement en produit j durant l'année t et δ_j au taux de déclassement annuel constant spécifique au produit j .

la comptabilité nationale des États-Unis (source BEA), ce pays étant celui où de tels indices intègrent de la façon la plus approfondie les effets de gains de performance en TIC, en particulier *via* le recours à des méthodes hédoniques. Pour les autres pays, il est supposé que le prix relatif de l'investissement de chacun des trois produits TIC par rapport au déflateur du PIB est identique à celui observé aux États-Unis. Cette méthodologie est celle initialement proposée par Schreyer (2000). Tous les indices de prix et déflateur ont par convention une valeur unitaire en 2005.

La méthodologie adoptée pour évaluer la contribution du capital TIC à la croissance de la productivité du travail est celle, usuelle, des approches comptables de la croissance. Elle est détaillée dans l'encadré.

2| La diffusion des TIC

Le coefficient de capital en TIC, qui rapporte le capital TIC au PIB, est l'indicateur ici utilisé pour caractériser la diffusion des TIC. Cet indicateur peut être construit en valeur ou en volume, l'écart entre ces deux mesures étant lié au prix des TIC relativement à celui du PIB.

En sentier de croissance équilibrée, une fois la diffusion des TIC parvenue à maturité, on s'attend à une stabilité du coefficient de capital en valeur, pour les TIC comme pour les autres produits composant le capital. Cette stabilité en valeur peut être associée à une évolution prolongée voire permanente en volume si le prix des TIC relativement à celui du PIB n'est pas constant. Sur les décennies passées, on observe une baisse permanente du prix relatif des TIC qui contribue fortement à une même baisse du prix relatif de la totalité de l'investissement (tableau 1). Cette baisse signifie que le coefficient de capital TIC en volume a nécessairement connu sur la période

une croissance plus forte que le coefficient de capital TIC en valeur.

La baisse du prix relatif des TIC connaît un fort ralentissement à partir du milieu de la décennie deux mille, avant le début de la crise actuelle. Ce ralentissement, qui a suscité un important débat encore non conclusif dans la littérature économique, peut recevoir diverses interprétations (cf. Cette, 2014, pour une synthèse). Comme cela a été fortement développé par Gordon (2012, 2013), il peut résulter d'un progressif épuisement de la loi de Moore qui traduit la progression des performances productives des puces électroniques par leur enrichissement continu en transistors, mais aussi en tout ou partie des difficultés de mesure, par les comptes nationaux, de ces gains de performance (voir sur cette dernière interprétation Aizcorbe *et al.*, 2008, ou Byrne *et al.*, 2013).

Après une relative stabilité sur la décennie soixante-dix, le coefficient de capital TIC en valeur augmente sur les deux décennies suivantes aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni (graphique 1). Cette augmentation traduit une diffusion croissante des TIC liée à l'élargissement de l'utilisation productive de ces technologies. Un maximum est atteint au début des années deux mille et le coefficient de capital TIC en valeur connaît ensuite une stabilisation dans la zone euro ou une baisse, légère aux États-Unis et plus prononcée au Royaume-Uni. Le pic du début des années deux mille peut traduire un effort d'investissement dynamisé sur les années antérieures par les craintes associées au bug de l'année 2000.

L'arrêt de l'augmentation du coefficient de capital TIC en valeur à partir du début de la décennie deux mille a déjà été observé par Cette et Lopez (2012) sur des données prenant fin au début des années deux mille, avant la crise actuelle. La présente étude confirme

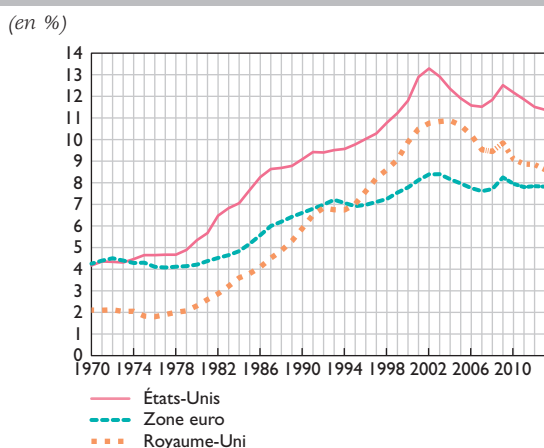
Tableau 1 Taux de croissance annuel moyen du prix des TIC relativement au prix du PIB
États-Unis – 1959-2012

(en %)

	1959-2012	1959-1974	1974-1995	1995-2004	2004-2012
Investissement	- 2,27	- 1,85	- 1,88	- 4,11	- 2,02
TIC, dont	- 7,16	- 6,02	- 8,26	- 8,95	- 4,46
Matériels informatiques	- 18,56	- 22,71	- 18,45	- 19,89	- 9,93
Logiciels	- 4,23	- 4,45	- 5,35	- 2,72	- 2,22
Matériels de communication	- 3,33	- 0,86	- 2,70	- 6,52	- 5,29

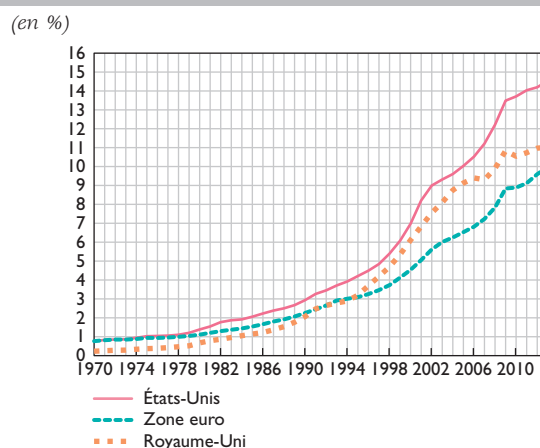
Source : calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale (BEA).

Graphique 1 Coefficient de capital TIC en valeur – Ratio du capital TIC en valeur divisé par le PIB en valeur
Ensemble de l'économie



Source : calcul des auteurs.

Graphique 2 Coefficient de capital TIC en volume – Ratio du capital TIC en volume divisé par le PIB en volume
Ensemble de l'économie



Source : calcul des auteurs.

ce résultat antérieur, à partir de données d'origine différente, et montre que cet arrêt se prolonge également durant la crise. La diffusion des TIC comme facteur de production semble donc s'être stabilisée depuis maintenant plus d'une décennie.

La stabilisation du coefficient de capital TIC en valeur se fait à des niveaux très différents : la diffusion des TIC est plus importante aux États-Unis que dans la zone euro, le Royaume-Uni connaissant une situation intermédiaire. Les écarts de diffusion des TIC seraient importants : en fin de période, le coefficient de capital TIC en valeur serait, aux États-Unis, supérieur de plus de 30 % à celui observé dans la zone euro. Cette hiérarchie dans la diffusion des TIC, et en particulier la plus forte diffusion de ces technologies aux États-Unis, a déjà été souvent soulignée dans la littérature économique, entre autres par exemple par Shreyer (2000), Colecchia et Shreyer (2001), Pilat et Lee (2001), van Ark *et al.*, (2008), Timmer *et al.* (2011), Cette et Lopez (2012).

De nombreuses études ont apporté des éléments d'explication de ces écarts de diffusion des TIC. Divers facteurs explicatifs de cette hiérarchie y sont évoqués, parmi lesquels le niveau d'éducation moyen de la population en âge de travailler et les rigidités sur les marchés des biens et du travail. Une utilisation performante des TIC appelle une qualification moyenne supérieure à celle d'autres technologies, mais

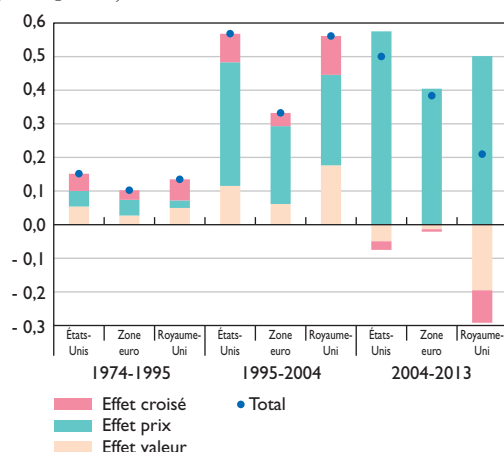
aussi des réorganisations qui peuvent être contraintes par de trop fortes réglementations sur le marché du travail. Par ailleurs, une moindre pression compétitive induite par certaines réglementations sur le marché des biens peut réduire l'incitation à mobiliser les technologies les plus performantes. De nombreuses analyses empiriques comme celles d'Aghion *et al.* (2009), Guerrieri, Luciani et Meliciani (2011) ou Cette et Lopez (2012) sur des panels de pays ou de Cette, Lopez and Mairesse (2013) sur un panel pays/secteurs confirment par une approche économétrique l'importance de ces facteurs explicatifs. Ainsi, c'est parce que le niveau d'éducation moyen de la population en âge de travailler y est supérieur et les rigidités de marchés inférieures que les États-Unis bénéficient d'une plus forte diffusion des TIC que la zone euro ou le Royaume-Uni.

Le coefficient de capital TIC en volume connaît une hausse presque continue sur tout la période aux États-Unis, dans la zone euro ou au Royaume-Uni (cf. graphique 2). Cet indicateur signale la même hiérarchie de diffusion des TIC que le précédent indicateur de coefficient de capital TIC en valeur : en fin de période, cette diffusion serait la plus forte aux États-Unis, la plus faible dans la zone euro, le Royaume-Uni occupant une position intermédiaire.

Une décomposition comptable des évolutions du coefficient de capital TIC en volume permet de caractériser les contributions des évolutions du

Graphique 3 Décomposition des variations du coefficient de capital TIC en volume
Ensemble de l'économie

(en points par an)



Source : calcul des auteurs

capital TIC en valeur et des prix relatifs (des TIC par rapport au prix du PIB) ². Plus exactement, cette décomposition comptable distingue une troisième composante correspondant aux effets croisés des évolutions du coefficient de capital TIC en valeur et des prix relatifs. La décomposition est réalisée sur les trois sous-périodes d'après premier choc pétrolier distinguées également par Byrne *et al.* (2013) : 1974-1995, 1995-2004 et 2004-2013.

Sur la sous-période 1974-1995, chacune des trois composantes apporte une faible contribution positive à l'augmentation du coefficient de capital TIC en volume, tant aux États-Unis que dans la zone euro et au Royaume-Uni (cf. graphique 3). Sur la sous-période 1995-2004, ces trois contributions sont partout plus importantes, mais la plus forte devient très nettement celle des prix relatifs. Enfin, sur la sous-période 2004-2013, la contribution des évolutions du capital TIC en valeur et celle des effets croisés deviennent nulles dans la zone euro et même négatives aux États-Unis et au Royaume-Uni. La poursuite de la progression du capital TIC en volume s'explique par une forte contribution des évolutions des prix relatifs des TIC.

3| La contribution du capital TIC à la croissance de la productivité du travail

La contribution du capital TIC à la croissance de la productivité du travail peut passer par deux canaux : l'utilisation des TIC comme facteur de production, *via* l'augmentation de l'intensité capitaliste en capital TIC, et la production de TIC du fait d'un niveau de productivité plus élevé dans cette production que, en moyenne, dans les autres activités économiques. On ne considère ici que le premier de ces deux canaux, correspondant à la mobilisation des TIC comme facteur de production. Cette évaluation de la contribution des TIC à la croissance de la productivité horaire du travail, dont la méthodologie est détaillée dans l'encadré, est ici proposée sur chacune des trois sous-périodes précédemment évoquées sur l'après-premier choc pétrolier : 1975-1995, 1995-2004 et 2004-2013. Elle distingue les contributions des trois produits TIC : les matériels informatiques, les logiciels et les matériels de communication.

La sous-période 1995-2004 est partout celle sur laquelle la contribution des TIC à la croissance de la productivité horaire du travail est la plus élevée (cf. graphique 4). La forte augmentation de la contribution des TIC à partir du milieu de la décennie 1995-2004 a souvent été soulignée dans la littérature économique (voir par exemple, pour les États-Unis, Jorgenson, 2001, Jorgenson *et al.*, 2006, Byrne *et al.*, 2013, ou, pour différents pays industrialisés, Cette, Kocoglu et Mairesse, 2009, van Ark *et al.*, 2008, Timmer *et al.*, 2011). Elle est liée à l'accélération du capital TIC en volume, elle-même liée à celle du capital en valeur et à celle du prix relatif du PIB par rapport aux TIC. La baisse de la contribution des TIC sur la dernière période a déjà été commentée pour les seuls États-Unis, par exemple par Byrne *et al.* (2013). Elle s'observe aussi dans la zone euro et au Royaume-Uni, et la contribution des TIC devient même sur cette troisième sous-période inférieure à celle observée sur la première sous-période. Cette forte baisse s'explique par un ralentissement du capital TIC

2 Le coefficient de capital TIC en volume s'écrit K/Q , où K est le volume du capital TIC installé en fin de période $t-1$ et Q est le volume du PIB produit en t . Il est défini par la relation : $K/Q = [(PK \times K)/(PQ \times Q)] \times [PQ/PK]$, où PK correspond au prix du capital TIC installé en fin de période $t-1$ et PQ au prix du PIB produit l'année t .

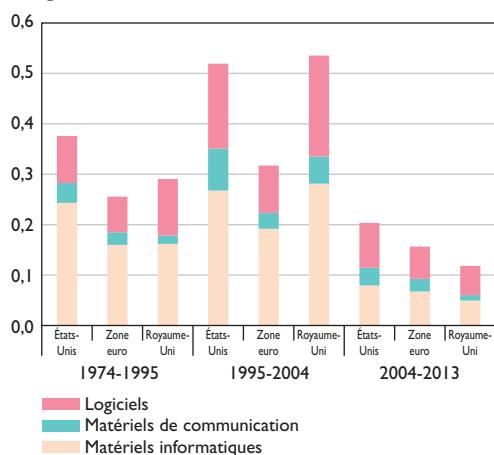
Le ratio $[(PK \times K)/(PQ \times Q)]$ correspond au coefficient de capital TIC en valeur.

En différenciant la précédente relation, on obtient la décomposition ici utilisée des évolutions du capital TIC en volume :

$$\Delta[K/Q] = \underbrace{[(PK \times K)/(PQ \times Q)] \times \Delta[PQ/PK]}_{\text{Effet prix}} + \underbrace{[PQ/PK] \times \Delta[(PK \times K)/(PQ \times Q)]}_{\text{Effet valeur}} + \underbrace{\Delta[(PK \times K)/(PQ \times Q)] \times \Delta[PQ/PK]}_{\text{Effet croisé}}$$

Graphique 4 Contribution de l'intensité capitalistique en TIC à la croissance de la productivité horaire du travail

En points par an



Source : Calculs des auteurs

en volume, lui-même lié à celui, déjà évoqué plus haut, du capital en valeur et à celui du prix relatif du PIB par rapport aux TIC. Cette forte baisse de la contribution des TIC peut signifier, comme évoqué plus haut, un épuisement progressif des gains de performance des TIC. Une telle lecture, par exemple développée par Gordon (2012, 2013), n'est cependant pas consensuelle (cf. Cette, 2014, pour une revue de littérature sur la question). Notons enfin que sur les trois sous-périodes, la contribution de la composante « matériels de communication » est très nettement plus faible que celle de chacune des deux autres composantes TIC : les « matériels informatiques » et les « logiciels ». Une telle hiérarchie est conforme à celle relevée dans la littérature (cf. les références précédemment mentionnées).

4| Remarques conclusives

Les principaux enseignements de l'analyse qui précède sont les suivants : i) après une longue période de croissance continue, la diffusion des TIC comme

facteur de production est stabilisée depuis le début de la décennie deux mille, tant aux États-Unis que dans la zone euro et au Royaume-Uni où elle baisse même légèrement depuis le milieu de la décennie deux mille ; ii) cette stabilisation se fait à des niveaux très différents, largement plus importante aux États-Unis que dans la zone euro, le Royaume-Uni connaissant une position intermédiaire ; iii) aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, la contribution des TIC à la croissance, *via* une augmentation de l'intensité capitalistique en TIC, a augmenté fortement sur la décennie allant du milieu des années quatre-vingt-dix au milieu des années deux mille par rapport à la période antérieure. Mais cette contribution a ensuite très fortement diminué. Elle ne demeure positive que du fait de la poursuite des gains de performance des TIC, ces gains apparaissant cependant également en forte baisse. Ces enseignements sont, pour la période récente concernant la zone euro et le Royaume-Uni, nouveaux dans la littérature économique.

Ces résultats suscitent deux interrogations. La première est relative à l'épuisement des gains de performance des TIC. Si cet épuisement se confirmait dans la période à venir, il signifierait le tarissement de l'une des sources des gains de productivité sur les dernières décennies et, en conséquence, une baisse des perspectives de croissance à moyen et long terme pour les principaux pays industrialisés. La seconde interrogation est relative au retard de diffusion des TIC comme facteur de production dont pâtissent la zone euro et le Royaume-Uni en comparaison avec les États-Unis. La littérature économique existante montre que ce retard peut être expliqué, en particulier pour la zone euro, par une moindre éducation moyenne de la population en âge de travailler mais surtout par des régulations anticompetitives et des rigidités sur les marchés des biens et du travail. Cela signifie que des réformes structurelles ambitieuses seraient susceptibles de contribuer à réduire ce retard et, en conséquence, permettraient à la zone euro de bénéficier de forts gains de productivité induits par une plus forte diffusion des TIC. Dans la période actuelle caractérisée par une croissance atone de la zone euro, un tel constat plaide fortement pour l'engagement de telles réformes ambitieuses.

Références bibliographiques

Aghion (P.), Askenazy (P.), Bourlès (R.), Cette (G.) et Dromel (N.) (2009)

"Education, Market Rigidities and Growth", *Economics Letters*, n° 102, Iss. 1, janvier, pp. 62-65.

Aizcorbe (A.), Oliner (S.) et Sichel (D.) (2008)

"Shifting trends in semiconductor prices and the pace of technological progress", *Business Economics*, juillet, p. 23-39.

Byrne (D.), Oliner (S.) et Sichel (D.) (2013)

"Is the information technology revolution over?", *International Productivity Monitor*, n° 25, printemps, pp. 20-36.

Cette (G.) (2014)

"Does ICT remain a powerful engine of growth ?", *Revue d'Economie Politique*, 124(4), juillet-août, pp. 471-490.

Cette (G.), Kocoglu (Y.) et Mairesse (J.) (2009)

"Productivity growth and levels in France, Japan, the United Kingdom and the United States in the twentieth Century", *NBER, Working paper series*, n° 15577, décembre.

Cette (G.) et Lopez (J.) (2012)

"ICT demand behaviour: an international comparison", *Economics of Innovation and New Technology*, Taylor and Francis Journals, vol. 21(4), juin, pp. 397-410.

Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.) (2013)

"Upstream product market regulations, ICT, R&D and productivity", *NBER, Working paper series*, n° 19488, octobre.

Colecchia (A.) et Schreyer (P.) (2001)

"ICT Investment and Economic Growth in the 1990s: Is the United States a Unique Case?", *OECD*, octobre, DSTI/DOC(2001)7.

Gordon (R.) (2012)

"Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", *National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers* 18315.

Gordon (R.) (2013)

"US productivity Growth: The Slowdown has returned after a temporary revival", *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 25, printemps, pp. 13-19.

Guerrieri (P.), Luciani (M.) et Meliciani (V.) (2011)

"The déterminants of investment in information and communication technologies", *Economics of Innovation and New Technology*, 20 :4, pp. 387-403.

Jorgenson (D.) (1963)

"Capital theory and investment behavior", *The American Economic Review*, vol. 53, pp. 247-259.

Jorgenson (D.) (2001)

"Information technology and the US economy", *The American Economic Review*, Vol. 91, mars, N°1, pp. 1-32.

Jorgenson (D.), Ho (M.) et Stiroh (K.) (2006)

"Potential Growth of the US Economy: Will the Productivity Resurgence Continue?", *Business Economy*, janvier, Volume 41, Issue 1, pp 7-16.

Pilat (D.) et Lee (F.) (2001)

"Productivity growth in ICT-producing and ICT-using industries: a source of growth differentials in the OECD?", *mimeo*, DSTI/DOC(2001)4, juin.

Shreyer (P.) (2000)

"The contribution of Information and Communication Technology to Output Growth: A Study on the G7 Countries", *OECD*, mars, STI Working Paper, 200/2.

Solow (R.) (1956)

"A contribution to the theory of growth", *Quarterly Journal of economics*, vol. 70, pp. 65-94.

Solow (R.) (1957)

"Technical change and aggregate production function", *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, pp. 312-320.

Timmer (M.), Inklaar (R.), O'Mahony (M.) et van Ark (B.) (2011)

"Productivity and Economic Growth in Europe: A Comparative Industry Perspective", *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 21, printemps, pp. 3-23.

van Ark (B.), O'Mahoney (M.) et Timmer (M.) (2008)

"The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 22(1), hiver, pp. 25-44.

Impacts macroéconomiques internationaux des réformes structurelles

Sophie RIVAUD

Direction des Études et des Relations internationales et européennes

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

La grande récession aura eu des conséquences profondes sur l'économie mondiale. Dans la plupart des économies, la reprise est modeste et loin des rythmes de croissance qui prévalaient avant la crise. Si la faiblesse de la demande peut expliquer pour partie la faiblesse de la croissance, l'ampleur et la durée de la crise ont eu des répercussions fortes sur la croissance potentielle (cf. notamment Ball, 2014, qui met en lumière l'importance des effets d'hystérèse¹ sur la croissance potentielle).

Après avoir élaboré une réponse à la crise fondée sur une relance budgétaire coordonnée, les instances internationales et notamment le G20 ont appelé à la mise en œuvre rapide d'importants programmes de réformes structurelles et de dépenses d'investissement afin d'accroître la croissance potentielle mondiale (cf. Acemoglu et al. 2006). En 2014, sous l'impulsion de la présidence australienne, le G20 a même décidé d'un objectif commun de renforcer la croissance mondiale de 2,1 % à l'horizon de 2018. L'évaluation des impacts macroéconomiques des réformes structurelles est devenue une préoccupation majeure des décideurs politiques.

Bien que la question se soit posée depuis longtemps dans un cadre national, les travaux sur les retombées internationales des réformes structurelles sont encore rares, et commencent à peine à émerger suivant l'initiative du G20. L'objectif de cette étude est d'utiliser les travaux les plus récents sur l'évaluation de l'impact national en termes de productivité des réformes des marchés des biens et du travail (cf. Cette et al. 2014) pour en estimer les retombées internationales et en identifier les canaux de transmission. Nous utilisons, pour ce faire, le modèle macroéconomique multinational NiGEM.

Les résultats de cette méthode en deux étapes mettent d'abord en évidence une triple hétérogénéité selon les économies : hétérogénéité des gains de productivité possibles, en fonction de la distance des différents pays à la frontière d'efficacité, hétérogénéité des impacts macroéconomiques des gains de productivité, du fait de structures différentes des économies, et hétérogénéité des retombées internationales. Nous montrons notamment que si les réformes structurelles ont un impact globalement positif sur l'activité, y compris à court terme, cet effet n'est pas uniforme entre les pays et dépend des structures sous-jacentes des économies. Les pays anglo-saxons, dont les économies sont plus flexibles, semblent plus bénéficier à court terme de la mise en œuvre de réformes structurelles. Quant aux retombées internationales des réformes, nous montrons qu'il existe un gain significatif à réaliser les réformes de façon simultanée. En cas de chocs asymétriques (c'est-à-dire que les pays bénéficient de gains de productivité de taille différente), les pays plus flexibles – étant alors plus proche de la frontière technologique – mettent en œuvre, comparativement, de faibles réformes et bénéficient de retombées positives comparativement plus fortes.

Mots clés : réformes structurelles, productivité, croissance potentielle, *spillovers* ou effets de diffusion, coordination internationale

Codes JEL : O33, F42, F43, F59

NB : Cette étude s'inscrit dans la lignée de travaux initiés en 2013 avec Yannick Kalantzis et en reprend ainsi la démarche et la méthode. Un grand merci à Bruno Cabrillac, à l'initiative du projet, pour sa relecture avisée, à Sophie Haincourt, à Laurent Ferrara et à Vincent Grossmann-Wirth pour leurs relectures et leurs commentaires.

1 L'effet d'hystérèse désigne une situation dans laquelle les conséquences d'un phénomène économique persistent quand celui-ci a disparu.

I | Une démarche d'évaluation de l'impact des réformes structurelles en deux étapes ²

La grande récession a eu un impact fort sur l'économie mondiale. Entre 2003 et 2007, la croissance mondiale était en moyenne supérieure à 5% alors qu'en 2014 celle-ci était proche de 3%. En presque sept ans, l'activité mondiale a connu un très net recul puis une reprise lente et difficile liée notamment au long processus de désendettement public et privé, toujours en cours dans certains pays. La gestion de la sortie de crise s'avère particulièrement délicate puisqu'au-delà des politiques macroéconomiques — dont les marges de manœuvre apparaissent désormais limitées — l'ampleur et la durée de la crise ont conduit, *via* des effets d'hystérèse importants, à une baisse du potentiel de croissance ³. Dans ce contexte, la mise en œuvre de réformes structurelles destinées à relever la croissance potentielle est apparue encore plus nécessaire et urgente.

La question de la coordination des politiques économiques dans un univers globalisé s'est posée au plus fort de la crise au moment de la mise en œuvre des politiques contracycliques. Avec l'émergence du G20 comme instance organisationnelle, la coordination internationale s'est alors développée, afin de mettre en œuvre une réponse budgétaire coordonnée et de développer la concertation sur les politiques monétaires accommodantes et sur ses retombées. Dans ce contexte, un groupe de travail spécifique a été créé en 2009 pour favoriser la coordination des politiques économiques : le cadre pour une croissance forte durable et équilibrée (« *Framework for Strong Sustainable and Balanced Growth* »). L'activité de ce groupe de travail s'est progressivement déplacée des politiques macroéconomiques vers les politiques structurelles. Lors de la présidence australienne, en 2014, ce processus a abouti à la formulation de stratégies de croissance — reprises dans le plan d'action de Brisbane en novembre 2014 — énonçant des réformes structurelles ayant notamment pour objectifs (i) d'améliorer le fonctionnement du marché du travail et d'accroître les taux de participation,

(ii) d'encourager la concurrence et la compétitivité, (iii) de faciliter les échanges commerciaux et (iv) de promouvoir l'investissement (particulièrement en infrastructures) en fonction des besoins des pays.

Les organisations internationales qui ont été mandatées pour effectuer l'évaluation de ces stratégies de croissance estiment que la mise en application de l'ensemble des stratégies de croissance devrait permettre d'augmenter la croissance des pays du G20 de 2,1 % à horizon 2018, conformément à la cible initiale qui avait été fixée. L'estimation de l'impact des stratégies de croissance est effectuée en deux étapes. Dans une première étape, l'OCDE estime l'effet des réformes structurelles, des dépenses de Recherche et développement (R&D) et des changements de taxation sur la productivité totale des facteurs de production, le niveau du chômage d'équilibre (NAIRU) et le taux de participation au marché du travail. Dans une deuxième étape, le FMI introduit ces chocs dans un modèle macroéconomique, G20MOD ⁴, pour un exercice de simulation qui comprend également les mesures additionnelles sur l'investissement public et les réformes budgétaires. Ce modèle permet de prendre en compte les effets de diffusion internationale (*spillovers*) associés aux réformes, qu'il s'agisse des effets commerciaux ou financiers.

L'approche développée dans cet article reprend la même démarche, en deux étapes, en se concentrant sur les réformes structurelles se traduisant par des gains de productivité, issus des déréglementations des marchés des biens et du travail. Le chiffrage des gains de productivité potentiels (où il est supposé que les pays du G20 rejoignent les trois pays ayant les « meilleures pratiques » en matière de réglementation sur les marchés des biens et du travail à l'horizon de 2039) au niveau national provient des travaux réalisés par Cette, Mairesse et Lopez (cf. encadré 1). À la différence des travaux du G20, on étudie ici l'impact lié à la mise en œuvre de réformes permettant aux pays de rejoindre les meilleures pratiques mais pas l'impact de réformes effectivement annoncées par les pays du G20.

Ces gains de productivité sont ensuite introduits dans un modèle macroéconomique multinational (NiGEM) pour en étudier les effets sur la croissance au niveau

² Une approche qui suit celle développée dans le cadre du G20.

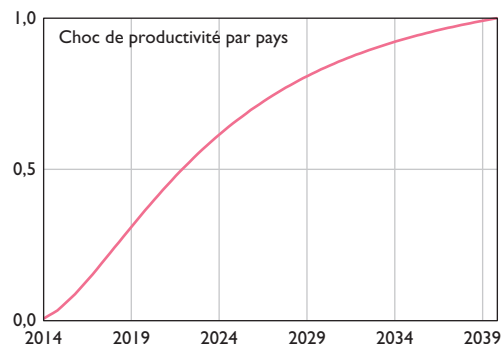
³ Selon nos calculs, en reprenant les données du World Economic Outlook du FMI d'avril 2015, la croissance potentielle des pays avancés serait passée de près de 3 % au début des années deux mille à moins de 1,5 % au début des années 2010.

⁴ « The Flexible System of Global Models » Andrieu (M.) et al. IMF Working Paper No. 15/64.

national et mondial, en s'attachant notamment à évaluer les retombées d'un gain de productivité (ou choc) dans un pays sur les autres pays. Pour cela trois cas polaires sont envisagés : (i) dans un pays seulement, un choc de productivité de 1 % (choc calibré en normalisant l'effet moyen d'une hausse de productivité dans les pays du G20), (ii) un choc de productivité de 1 % dans tous les pays de façon simultanée et (iii) des chocs de productivité asymétriques reprenant la calibration de Cette *et alii* pour atteindre les trois pays ayant les meilleures pratiques en matière de réglementation des biens et du travail à l'horizon 2039. Dans les deux premier cas, le profil moyen de diffusion des chocs de productivité au cours du temps tel que décrit dans Cette *et alii* est appliqué au choc de 1 %. Le profil temporel d'implémentation du choc n'est alors pas linéaire.

Graphique 1 Choc de productivité symétrique :

(en %)

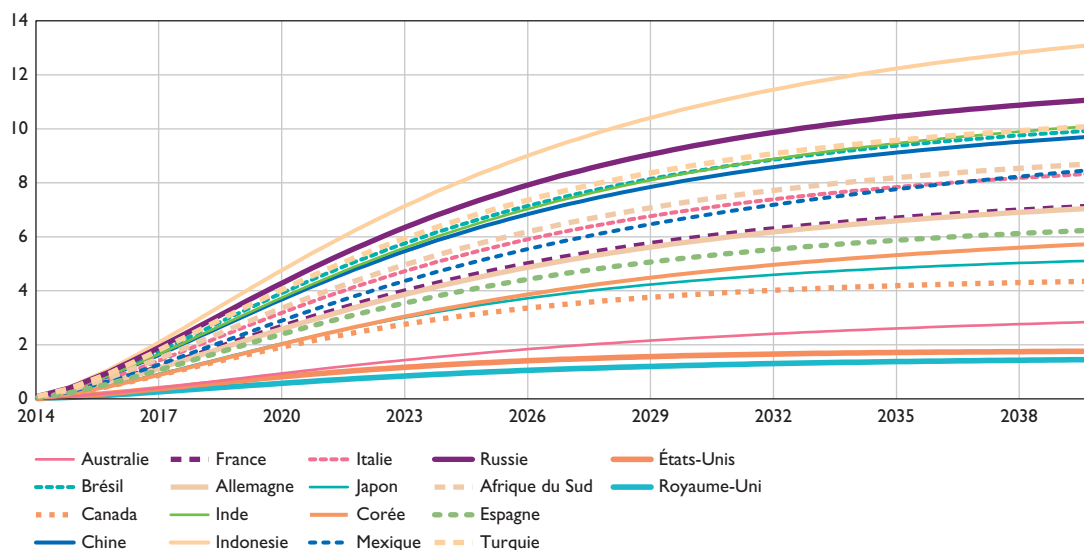


Note : choc dans un pays seulement ou dans tous les pays simultanément (cas i et ii).

Source : Banque de France.

Graphique 2 Chocs de productivité asymétriques

(en %)



Note : chocs de productivité asymétriques pour atteindre les trois pays ayant les meilleures pratiques à l'horizon 2039.

Source : Banque de France.

ENCADRÉ I

Impact des réformes sur les marchés des biens et du travail sur la productivité globale des facteurs ¹

Cette, Lopez et Mairesse (2015) ² – CLM par la suite – évaluent les effets sur la productivité globale des facteurs (PGF) des réglementations anti-concurrentielles des marchés des biens et du travail à travers leurs effets sur les prix de production et les salaires. Ils s'inspirent de l'approche de Blanchard et Giavazzi (2003) pour caractériser l'articulation entre la création des rentes et .../...

¹ Encadré rédigé par Jimmy Lopez.

² « Product and labor market regulations, production prices, wages and productivity » Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.), October 2014, document de travail n° 514 Banque de France. Ou « Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail », Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.), Bulletin de la Banque de France, n° 199, 1^{er} trimestre 2015.

leurs partages. D'une part, les réglementations des marchés des biens, et seulement celles-ci, influencent directement la création de rentes et ainsi les prix de production. D'autre part, les entreprises partagent ces rentes. Dans l'analyse de Blanchard et Giavazzi, elles sont partagées entre travailleurs et entreprises, ce partage dépendant des réglementations sur le marché du travail et pouvant être mesuré grâce aux salaires. À cela, CLM ajoutent un partage des rentes avec les entreprises en amont, dans la continuité de Bourlès et al. (2013) et Cette, Lopez et Mairesse (2013). En effet, les réglementations des marchés des biens offrent un pouvoir de négociation aux entreprises productrices de biens et services intermédiaires, dites entreprises en amont, leur permettant de s'accaparer une partie des rentes des utilisateurs de ces biens et services, via des prix de biens intermédiaires plus élevés. Cet effet des réglementations des marchés des biens sur le partage des rentes est d'autant plus fort que les entreprises utilisent intensément les biens et services réglementés.

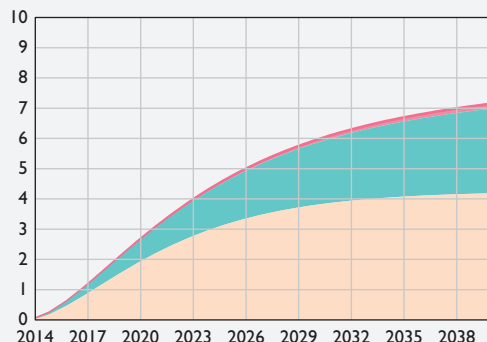
En influençant la création des rentes et leurs partages, les réglementations affectent les incitations des entreprises à créer des rentes par l'innovation et donc la productivité globale des facteurs (PGF). Une augmentation des rentes par les réglementations des marchés des produits réduit ces incitations, puisque les entreprises n'ont plus à innover pour bénéficier des rentes. De même, un partage des rentes défavorable aux entreprises en aval favoriserait l'innovation. Les résultats d'estimations de CLM sur un panel de données sectorielles de 14 pays, 18 secteurs et sur la période 1987-2007, confirment ces effets des rentes et de leur partage sur la PGF, en utilisant les prix de production et les salaires pour approcher ces derniers.

.../...

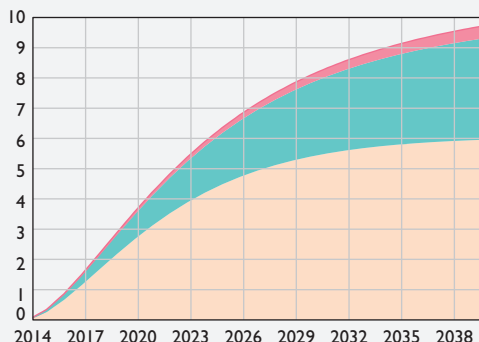
Impact sur la productivité globale des facteurs des déréglementations des marchés des biens et du travail dans quatre pays

(en %)

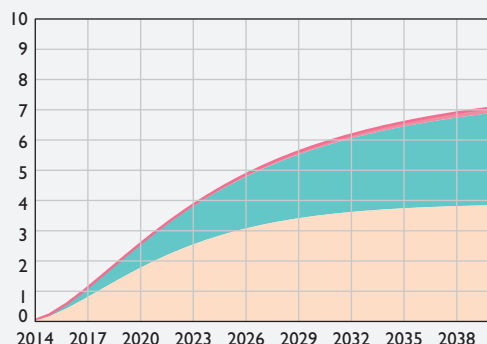
France



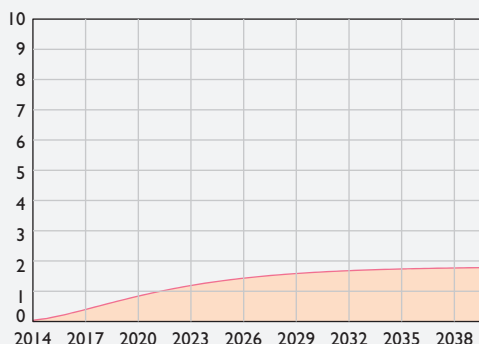
Chine



Allemagne



États-Unis



HT LMR PMR

Note de lecture : HT : harmonized Tariff (tarifs douaniers harmonisés), LMR : labour market regulation (réglementation du marché du travail), PMR : product market regulation (réglementation du marché des biens). Les déréglementations sur les marchés des biens et services induisent des variations des indices HT et PMR qui se traduisent par des gains de PGF. Les déréglementations sur le marché du travail sont transcrites en variations d'indice LMR qui induisent une hausse de la PGF.

Sources : Calculs Banque de France.

Les effets des réglementations sur la PGF sont ensuite évalués via des estimations sur le même panel de données des relations entre les indicateurs OCDE de réglementations anti-concurrentielles des marchés des biens et du travail et les prix de production et les salaires. Les résultats d'estimations confirment une nouvelle fois les liens entre les réglementations anti-concurrentielles, les rentes et l'impact que les réformes de ces réglementations ont sur la PGF. Les programmes de réformes évalués correspondent à l'ajustement des réglementations en 2013 sur les « meilleures pratiques » observées. En moyenne, au niveau mondial, les effets dynamiques de telles réformes sont modérés (0,3 points de croissance de la PGF par an au maximum), mais durable. À long terme, leur impact sur le niveau serait de plus de 4 % en moyenne, les effets les plus importants étant de 6,24 % pour l'Italie et de 7,0 % pour la République tchèque.

Pour cet article, la méthode a été appliquée à tous les pays du G20 modélisés dans NiGEM (cf. Graphique 1). Au final l'Arabie saoudite et l'Argentine ne sont pas pris en compte dans l'analyse.

2| Impact macroéconomique d'un choc de productivité dans un pays isolé

2| I Les effets attendus dans un modèle macroéconométrique de type NiGEM

Dans NiGEM (cf. encadré 2), la productivité globale des facteurs (PGF) n'étant pas modélisée, les chocs de PGF décrits dans l'encadré 1 sont traduits en choc

sur la productivité du travail⁵. Dans tous les résultats présentés les hypothèses retenues dans NiGEM sont les hypothèses par défaut (notamment concernant les anticipations rationnelles)⁶.

À long terme, un choc de productivité du travail dans NiGEM va se traduire automatiquement par une hausse du PIB potentiel et donc de l'activité à long terme. Par construction du modèle, cette hausse du PIB potentiel aura un impact sur le stock de capital d'équilibre — et donc sur l'investissement — mais également sur les salaires (en raison de la

ENCADRÉ 2

Le modèle NiGEM

Le modèle macroéconométrique NiGEM du National Institute of Economic and Social Research est un modèle mondial utilisé à des fins de prévisions et de simulations, largement diffusé dans les mondes académique et institutionnel. Le choix de ce modèle par rapport à un modèle DSGE standard s'explique, d'une part, par la structure internationale du modèle reposant sur une matrice de commerce international permettant ainsi une analyse plus poussée des effets de diffusion internationaux, et d'autre part, par l'existence d'une dynamique de court et moyen terme qui correspond davantage à un horizon de politique économique (horizon de cinq ans retenu dans le cadre du G20, par exemple).

Le modèle NiGEM (ci-après « NiGEM ») est un modèle macroéconométrique, caractérisé par une dynamique keynésienne à court terme et un équilibre de long terme déterminé par des facteurs d'offre (cf. par exemple Barrell, Holland et Hurst, 2007).

.../...

5 $pL = pgf / (1 - \text{part du capital})$ La productivité du travail dans NiGEM est modélisée avec un facteur de rattrapage à un trend mondial. Le choc de productivité qui est appliqué est un choc permanent (tel que décrit précédemment qui vient s'ajouter à l'évolution hors choc de la variable). La variable de progrès technique « choquée » est exogénéisée pendant tout l'exercice de simulation. Les réactions de prix sont ici endogènes au choc de productivité. On touche ici à une limite de la modélisation en deux étapes retenue puisque normalement les réformes structurelles induisent des baisses de prix préalables à la hausse de la productivité. L'effet de premier tour des réformes structurelles sur les prix n'est alors pas pris en compte et seule la réaction des prix au choc de productivité est ici présentée.

6 Les anticipations sont rationnelles, les politiques monétaires et budgétaires réagissent aux chocs de productivité. La seule contrainte imposée concerne la politique monétaire japonaise qui est supposée suivre la politique monétaire américaine. Cette contrainte peut apparaître comme relativement forte notamment compte tenu des divergences actuelles et futures de la politique monétaire japonaise — très expansionniste et qui devrait le rester — et de la politique monétaire américaine — en phase plus restrictive avec la fin du Quantitative Easing et la probable remontée future des taux, mais celle-ci s'est avérée nécessaire pour des raisons de résolution du modèle.

Chaque pays ou zone économique est modélisé avec une structure similaire suivant l'identité comptable de construction du PIB. L'équilibre de long terme est déterminé par la fonction de production et l'équilibre sur le marché du travail. À court terme, le PIB courant peut dévier du potentiel et est déterminé par des facteurs de demande.

À long terme, pour les pays dont la modélisation est la plus développée, la fonction de production est une fonction CES (Constant Elasticity of Substitution) ¹ avec un facteur travail augmenté du progrès technique. Pour les autres pays, la fonction de production est une fonction Cobb-Douglas.

$$Y = \gamma [s(K)^{-\rho} + (1-s)(Le^{\lambda t})^{-\rho}]^{-1/\rho}$$

À court terme, la dynamique du modèle dépend d'équations estimées (composantes du PIB et comptes d'agents). Les équations sont estimées sur la base d'un modèle à correction d'erreur i.e. avec des relations de long terme, qui garantissent à la fois une cohérence théorique et une convergence du modèle, et des relations de court terme qui traduisent la dynamique d'ajustement des variables économiques à l'équilibre de long terme, rendant ainsi compte des forces transitoires qui peuvent affecter cette dynamique. Le modèle estimé sur des données historiques permet de rendre compte de l'hétérogénéité des économies avec des différences significatives des coefficients estimés sur les équations comportementales.

Par défaut, les agents sont supposés avoir des anticipations rationnelles mais il existe des rigidités nominales qui ralentissent la dynamique d'ajustement aux chocs. Les anticipations formulées par les agents peuvent intervenir dans la formation des salaires, des taux de change, des prix d'actifs et des décisions de politique monétaire (qui prend en compte l'inflation future anticipée).

Cinq règles de politique monétaire peuvent être choisies dans NiGEM. La règle par défaut, est celle dite des « 2 Piliers » où les taux courts (sr) s'ajustent en fonction de l'écart du PIB nominal ($dnom$) à sa cible ($nomt$) et de l'écart d'inflation ($infl$) à l'inflation anticipée de la manière suivante :

$$sr = a * sr_{-1} + (1-a) * \left[b * \log \left(\frac{nomt}{dnom} \right) \right] + c * infl$$

Avec

$$dnomt = \frac{py * y}{100} \text{ ou } dnomt = \frac{ced * y}{100}$$

y : PIB réel, py : déflateur du PIB, ced : déflateur de la consommation

$$infl = \left(\frac{ced_{+1}}{ced} - 1 \right) * 400 - infl_{+1} (forward)$$

Les taux de change sont flexibles sauf pour les devises ancrées au dollar (ou de façon équivalente dont la politique monétaire suit la politique monétaire américaine). Les taux de change (rx) évoluent suivant la parité des taux d'intérêt non couverte, le dollar servant de numéraire, de la manière suivante :

$$\log(rx) = \log(rx_{+1}) - 0,25 * \log \left(\frac{100 + sr}{100 + ussr} \right)$$

Avec rx : taux de change bilatéral avec le dollar, sr : taux court, $ussr$: taux court US

.../...

¹ Y : PIB réel, K : stock de capital total, L : nombre total d'heures travaillées, γ : paramètre d'échelle, λt : indice de progrès technique augmenté, s : poids du capital dans la fonction de production, ρ : l'élasticité de substitution capital/travail.

NiGEM est particulièrement adapté à l'étude des effets de diffusion passant par les canaux commerciaux. Il comprend en effet quarante-six zones économiques distinctes dont la plupart des grandes économies du G20 qui sont modélisées individuellement dans NiGEM. De plus, le modèle incorpore une structure détaillée du commerce international qui permet une évaluation précise de la manière dont les fluctuations de l'activité et des prix sont transmises d'une économie à l'autre.

Comme tout type de modèle, NiGEM présente certaines lacunes. Il est notamment sujet à la critique de Lucas, sa structure étant invariante aux politiques économiques alors que, par nature, les réformes structurelles sont à même d'induire de tels changements. Ensuite, le modèle est un modèle à un seul secteur pour lequel il n'est pas possible notamment de distinguer entre le secteur des biens échangeables et des biens non échangeables². Enfin, NiGEM est un modèle linéaire qui peut ne pas rendre compte de certaines non-linéarités, qui peuvent apparaître notamment en cas de récession économique (cf. par exemple Bec, Bouabdallah et Ferrara, 2015).

2 Dans notre exercice, cette distinction peut être d'importance puisque d'une part cela aurait permis d'obtenir un impact sectoriel plus ciblé des réformes structurelles, et d'autre part, les conséquences sur les taux de change peuvent être théoriquement différentes suivant que les gains de productivité aient lieu dans le secteur des biens échangeables ou non échangeables.

condition de premier ordre de maximisation des profits où les salaires réels sont égaux à la productivité marginale du travail). De plus, le choc de productivité conduit à une dégradation des termes de l'échange, c'est-à-dire à une amélioration de la compétitivité-prix permettant d'exporter une partie de la hausse de la production.

À court terme, les gains de productivité du travail ont pour effet direct une hausse de l'investissement, une baisse des prix nominaux, une hausse des salaires réels et une hausse du chômage. La hausse de la productivité anticipée, et donc de la production, rendent plus attractives l'accumulation du capital et donc l'investissement *via* notamment un effet d'accélérateur d'autant plus important qu'il porte sur le PIB potentiel anticipé. Le choc de productivité étant mis en œuvre de façon progressive, le PIB potentiel augmente sur tout l'horizon de simulation et tire donc l'investissement à la hausse. Les entreprises, plus productives, peuvent produire une quantité identique avec moins de main-d'œuvre. À demande inchangée, cela se traduit par une baisse de l'emploi. Les gains de productivité entraînent également des baisses de prix nominaux par les entreprises, qui se répercutent dans les prix à la consommation et les salaires nominaux. Toutefois, comme indiqué plus haut, les salaires réels progressent avec les gains de productivité.

À ces effets directs s'ajoutent des effets indirects sur la consommation et les exportations. La consommation est globalement stimulée par la hausse des salaires

réels même si celle-ci est freinée, à court terme, par la progression du chômage. La baisse des prix nominaux et l'amélioration de la compétitivité stimulent les exportations en volume.

Face à ces chocs les réactions de la politique monétaire ne sont pas univoques et dépendront de l'écart du PIB nominal à la cible (allant parfois dans le sens d'une restriction de la politique monétaire en raison de son action contracyclique) et de l'écart de prix (allant dans le sens d'une expansion de la politique monétaire pour contrer les pressions déflationnistes).

Au total, les gains de productivité entraînent une expansion économique accompagnée d'une désinflation et d'une dépréciation du taux de change réel. L'expansion est cependant inférieure à la hausse de la production potentielle, de sorte que l'*output gap* se creuse. Il se referme logiquement à long terme.

Les effets décrits ici ne tiennent toutefois pas compte de l'ancrage macroéconomique des pays. On suppose en effet que les politiques monétaires et budgétaires ne sont pas contraintes et qu'il n'existe pas de rigidités nominales. Une grande partie de l'effet positif des gains de productivité sur les économies repose sur des baisses de prix qui peuvent avoir des effets pervers dans un contexte déflationniste. De plus, dans le cas d'une baisse des prix nominaux, le poids réel de la dette augmente, ce qui pourrait avoir des effets potentiellement négatifs sur l'activité. Ces effets ne sont pas modélisés dans le modèle NiGEM.

2|2 Un impact positif sur l'activité, y compris à court terme

Dans NiGEM le choc de productivité a un impact positif y compris à court terme et particulièrement lorsque les agents ont des anticipations rationnelles telles que les entreprises et les marchés financiers anticipent la hausse de la production future à l'instant du choc, et donc ajustent leurs investissements.

Pourtant, dans de nombreuses études, les chocs de productivité, en particulier de productivité du travail peuvent avoir un effet négatif sur l'activité à court terme, même si l'effet est positif à moyen et long terme. L'effet récessif de court terme est lié au coût et au temps nécessaires aux réallocations sectorielles pouvant conduire d'une part à une hausse du chômage et d'autre part à une baisse de la production. De plus, si l'impact macroéconomique à court et moyen terme des réformes est positif dans NiGEM, cet effet transite essentiellement par une forte hausse de l'investissement qui pourrait ne pas être observée, par exemple en cas de contraintes financières (non prises en compte dans NiGEM) ou de forte incertitude. C'est notamment ce que montre B. Bernanke dans son célèbre article « *Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment* » en 1983.

L'impact positif des réformes structurelles y compris à court terme dans NiGEM est toutefois moins atypique que l'on pourrait le penser. Par exemple, l'étude empirique de Bouis *et al.* (2012) montre que les réformes des marchés des biens et du travail mises en place ces trente dernières années dans les pays de l'OCDE étaient rarement accompagnées de coûts économiques. De même, sur la base d'un modèle DSGE, Cacciatore *et al.* (2012) trouvent également un impact positif des réformes structurelles à court terme en dépit d'une hausse temporaire du chômage (dans le cas de réformes sur le marché du travail) ou d'une baisse transitoire de la consommation (dans le cas de réformes sur le marché des biens).

2|3 Des impacts différenciés à court et moyen terme en fonction des pays

Un même choc de productivité aura des effets différents en fonction des pays. Le modèle étant

estimé, l'amplitude des réactions par pays dépendra de l'estimation des quelques paramètres clés intervenant dans la transmission d'un choc de productivité. Ici, il s'agira notamment de l'effet d'accélérateur de l'investissement, des salaires réels et des exportations nettes (cf. Encadré 3 pour une comparaison entre l'impact d'un choc de productivité en France et aux États-Unis). Le tableau 1 montre l'effet sur l'économie nationale d'une hausse de 1 % de la productivité du travail dans sept pays du G20 pris isolément, à un horizon de cinq ans.

À long terme, un choc de productivité aura des effets très légèrement différents en fonction des pays, reflétant les différences de calibration de la fonction de production. Ces différences restent toutefois modestes pour les sept pays étudiés, une hausse de la productivité du travail de 1 % se traduira à long terme par une hausse de 0,8 % à 1,0 % du PIB potentiel. À un horizon de cinq ans, les effets sont plus élevés dans les pays anglo-saxons qu'en Europe continentale par exemple. La réponse de l'investissement y est certes plus importante, mais la véritable différence tient à la consommation qui sera plus soutenue dans les pays anglo-saxons, en raison d'une progression des salaires réels plus marquée (la vitesse d'ajustement des salaires à la productivité y est relativement plus forte), d'une moindre hausse du chômage — l'emploi réagissant plus fortement qu'ailleurs aux évolutions de l'activité — mais aussi d'une plus forte réactivité de la consommation à ces variables.

Dans NiGEM, un choc de productivité aura, principalement pour les économies développées, pour effet de dégrader, toutes choses égales par ailleurs, le compte courant du pays considéré. Le dynamisme de la demande intérieure induit par un gain de productivité compensera les effets positifs sur les exportations liés au surcroît de compétitivité. L'effet positif sur les exportations nettes dans les deux grandes économies émergentes que sont la Chine et le Brésil tient surtout à la faible réaction de la demande intérieure dans ces pays. Ces économies sont modélisées de façon moins précise que les économies développées dans NiGEM. La demande intérieure est modélisée de façon globale (sans distinguer la consommation de l'investissement). Un choc de productivité aura dès lors un impact direct sur la demande intérieure *via* la baisse des prix à la consommation. Ceux-ci baissent en effet pendant la durée du choc parce qu'ils dépendent d'un indice de capacité d'utilisation des facteurs de production (mesuré comme le rapport entre le PIB

Tableau I Réponse à cinq ans en écart au compte central d'une hausse de la productivité du travail anticipée de 1 % sur 2cinq ans, avec le profil mentionné plus haut

	État-Unis	Royaume-Uni	Japon	France	Allemagne	Espagne	Brésil	Chine
PIB	0,19	0,25	0,12	0,07	0,09	0,14	0,07	0,08
Investissement	0,57	0,83	0,56	0,34	0,49	0,64		
Consommation	0,12	0,14	0,03	0,01	0,04	0,07		
Exportations nettes	0,00	0,00	- 0,03	- 0,03	- 0,05	- 0,06	0,05	0,03
Compte courant	- 0,04	- 0,06	- 0,06	- 0,06	- 0,10	- 0,07	0,04	- 0,04
Output gap	- 0,02	0,00	- 0,08	- 0,06	- 0,09	- 0,05		
Taux de chômage	0,01	0,00	0,03	0,07	0,03	0,03		
TCER	- 0,16	- 0,27	- 0,05	- 0,11	- 0,17	- 0,06	- 0,39	- 0,17
Taux d'intérêt	- 0,34	0,13	1,10	0,08	0,61	0,03	0,18	0,94
IPC	- 0,12	- 0,08	- 0,09	- 0,09	- 0,12	- 0,07	- 0,40	- 0,18
Salaire réel	0,10	0,06	0,08	0,03	0,04	0,12		
Salaire nominal	- 0,01	- 0,02	- 0,01	- 0,06	- 0,08	0,06		

Note : TCER : taux de change effectif réel, IPC : indice des prix à la consommation.

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

observé et le PIB potentiel) qui est lui-même affecté négativement par un choc de productivité. Ce résultat, qui peut paraître contre intuitif, s'explique en réalité

par une progression du PIB potentiel plus rapide que celle du PIB observé sous l'effet d'un choc de productivité.

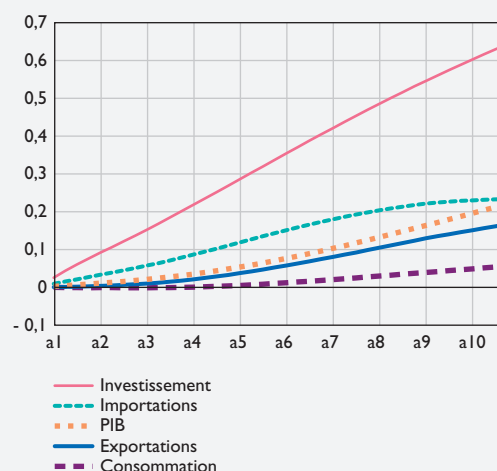
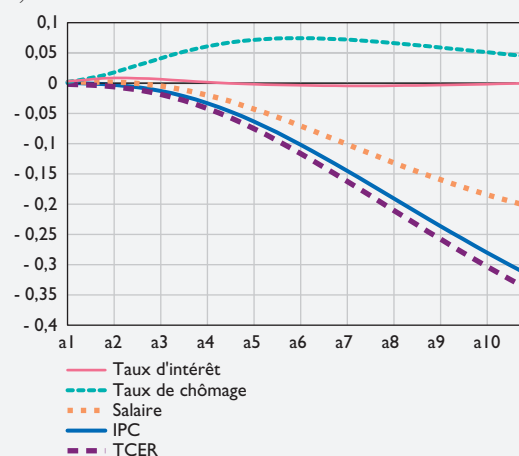
ENCADRÉ 3

Les différences de réactions entre un choc de productivité aux États-Unis et en France

Les chocs de productivité ont un impact modeste sur l'économie française notamment au regard des autres économies développées. L'effet d'accélérateur et la vitesse d'ajustement de l'investissement est en particulier plus faible qu'aux États-Unis¹, alors que .../...

Graphiques a Choc de productivité en France

(en %)



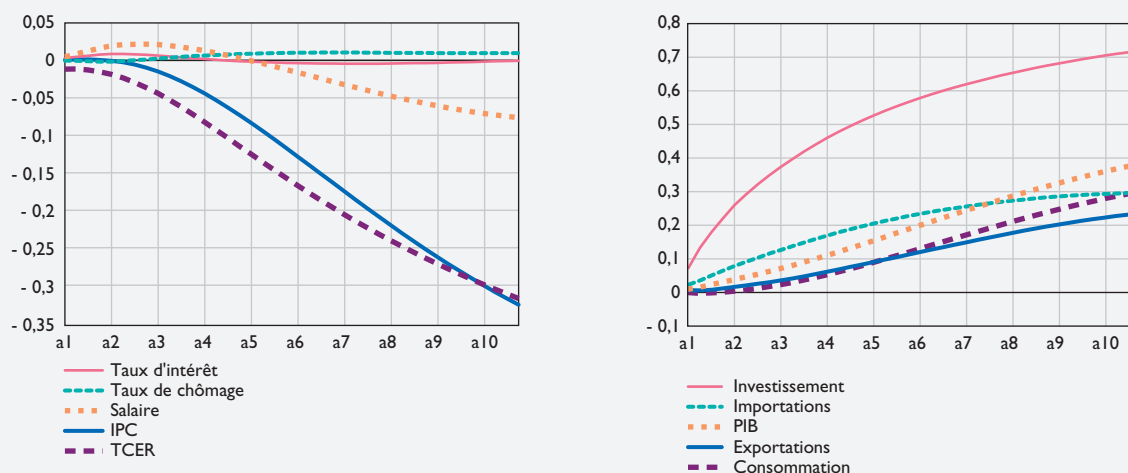
Note : TCER : taux de change effectif réel, IPC : indice des prix à la consommation.

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

1 Pour l'investissement des entreprises la vitesse d'ajustement est de 0,3 % en France contre 1,3 % aux États-Unis et l'effet d'accélérateur est de 0,035 en France contre 0,055 aux États-Unis.

la hausse du chômage à court-moyen terme y est beaucoup plus marquée, que dans les autres pays développés, pénalisant fortement la consommation. Cette hausse du chômage s'explique notamment par la très faible réactivité de l'emploi par rapport à l'activité en France (une élasticité estimée de 0,4 à court terme contre 0,7 aux États-Unis). On touche ici à une des limites de l'approche retenue. On raisonne ici à structure de l'économie inchangée mais on pourrait s'attendre, justement, à ce que les réformes structurelles sur le marché du travail induisent un changement de sa structure, ce qui aurait tendance à tempérer la hausse du chômage. On retrouve ici la critique de Lucas inhérente à l'utilisation de ce type de modèles.

Graphiques b Choc de productivité aux US



Note : TCER : taux de change effectif réel, IPC : indice des prix à la consommation.

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

3| Des effets de diffusion positifs incitant à une action coordonnée

Lorsqu'un pays met en œuvre des réformes structurelles ayant un impact sur sa productivité, ces réformes qui ont un objectif d'augmentation de l'activité domestique ont nécessairement des répercussions mondiales et plus particulièrement pour les économies partenaires du pays. Les effets de diffusion liés à un choc de productivité sont les suivants :

- les effets de diffusion de demande.

Un choc de productivité va accroître la demande interne du pays qui met en œuvre des réformes structurelles. Les importations de ce pays vont augmenter et vont avoir des répercussions positives pour ses économies partenaires à travers la demande qui leur est adressée.

- les effets de diffusion de compétitivité.

Un choc de productivité va entraîner une amélioration de la compétitivité-prix du pays qui met en œuvre la réforme au détriment des économies partenaires.

- les effets de diffusion de prix.

En cas de choc de productivité, la baisse des prix de l'économie réformatrice peut ne pas être totalement annulée par les variations du taux de change si bien que les économies partenaires importent de la déflation. La déflation importée se transmet aux pays partenaires stimulant ainsi leur consommation privée en volume.

- les effets de diffusion technologiques

Une hausse de la productivité dans un pays peut avoir des répercussions sur la productivité de ses économies partenaires *via* des échanges de nouvelles

technologies. On assiste souvent à un phénomène de diffusion internationale des innovations qui est d'autant plus fort que l'économie à l'origine du gain de productivité est proche de la frontière.

Dans NiGEM, le choc de productivité se transmet au reste du monde essentiellement *via* le canal commercial et les mouvements de prix relatifs. Les trois premiers effets de diffusion seront donc étudiés en détail. Dans certains modèles, notamment ceux utilisés par le FMI, un choc de productivité aura également des effets de diffusion technologiques sur les autres pays. Dans le modèle FSGM (*Flexible System of Global Models*) du FMI, une hausse de 1 point de PIB aux États-Unis, provenant uniquement d'une hausse de la productivité, provoquera une hausse de 0,2 point de la croissance mondiale notamment sous l'effet de diffusion technologique⁷. Ainsi un choc de productivité aura un impact beaucoup plus fort dans ce type de modèle que dans NiGEM.

Toutefois, si les effets de diffusion technologique peuvent être particulièrement forts lorsque la hausse de la productivité intervient en raison d'innovations technologiques – faisant suite par exemple à des investissements en R&D – en revanche, ce type d'effet de diffusion est moins probable, lorsque le choc de productivité est provoqué par une dérégulation des marchés.

3 | I Lorsqu'un seul pays fait des réformes

Les effets de diffusion commerciaux sont généralement plutôt faibles. Les pays partenaires du pays réformateur bénéficient d'une hausse marginale de la demande mondiale qui leur est adressée mais ils subissent le surcroît de compétitivité du pays

réformateur. L'importance des effets de diffusion pour le reste du monde dépendra bien évidemment de la taille et de l'ouverture commerciale du pays réformateur. Dans l'ensemble, les pays semblent toutefois être bénéficiaires nets lorsqu'un autre pays entreprend des réformes (cf. Tableau 2). Les effets de diffusion de demande sont en effet supérieurs aux effets de diffusion de compétitivité.

Les effets sur les prix liés à la déflation importée sont relativement faibles, alors que l'impact positif sur le commerce (et donc le PIB) provoque un ajustement de la politique monétaire légèrement restrictif chez les pays partenaires qui conduira à une faible baisse de l'investissement. La politique monétaire aux États-Unis est très légèrement expansionniste à horizon de cinq ans pour contrer l'effet de la baisse des prix. Pour les pays émergents, dont la politique monétaire est ancrée à la politique monétaire américaine dans la simulation NiGEM, l'expansion domestique sera légèrement plus marquée que dans les autres pays, stimulant ainsi les importations. La contribution des exportations nettes est alors nulle au Brésil et légèrement négative en Chine.

3 | 2 Lorsque tous les pays font des réformes de même ampleur

En cas de choc simultané et symétrique dans tous les pays, les effets de diffusion sont positifs et l'activité croît dans tous les pays. L'effet négatif sur les comptes courants est alors réduit. Les effets de compétitivité ont tendance à s'annuler (les dépréciations de taux de change réels sont moindres) mais l'effet demande est augmenté puisque chaque pays voit sa demande intérieure croître, augmentant ainsi la demande mondiale adressée à tous les pays, et donc les exportations.

Tableau 2 Réponse à cinq ans en écart au compte central d'une hausse de la productivité du travail anticipée aux États-Unis de 1 % à horizon 2039

	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	France	Allemagne	Espagne	Brésil	Chine
PIB	0,19	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Exportations nettes	- 0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00	- 0,01

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

7 Cf. « The Flexible System of Global Models » M. Andrieu et al. IMF Working Paper No. 15/64.

Tableau 3 Réponse à cinq ans en écart au compte central d'une hausse de la productivité du travail anticipée dans tous les pays du G20 de 1 % à horizon 2039

	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	France	Allemagne	Espagne	Brésil	Chine
PIB	0,26	0,28	0,26	0,12	0,13	0,18	0,12	0,13
Investissement	0,66	0,79	0,75	0,33	0,46	0,61		
Consommation	0,21	0,14	0,19	0,04	0,09	0,07		
Exportations nettes	0,00	0,03	- 0,03	0,00	- 0,04	- 0,02	0,05	0,02
Compte courant	- 0,02	- 0,02	- 0,06	- 0,01	- 0,06	- 0,02	0,06	- 0,02
Output gap	0,02	0,02	0,01	- 0,03	- 0,06	- 0,02		
Taux de chômage	- 0,01	- 0,02	0,01	0,05	0,01	0,01		
TCER	- 0,03	- 0,19	0,07	- 0,07	- 0,11	- 0,02	- 0,29	- 0,09
Taux d'intérêt	0,69	1,37	0,69	2,45	2,45	2,45	0,69	0,69
IPC	- 0,14	- 0,07	0,00	- 0,04	- 0,07	- 0,01	- 0,36	- 0,15
Salaire réel	0,14	0,08	0,12	0,03	0,06	0,11		
Salaire nominal	0,00	0,01	0,12	- 0,01	0,00	0,10		

Note : TCER : taux de change effectif réel, IPC : indice des prix à la consommation.

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

Aux États-Unis, la déflation importée joue également un rôle. La baisse des prix est légèrement plus importante que dans le cas où les réformes sont menées de façon individuelle. Ces baisses de prix se répercutent sur la consommation des ménages, ce qui contribue à la hausse du PIB. D'autre part, les exportations nettes sont nulles, contrairement aux autres pays.

3|3 Lorsque les pays font des réformes asymétriques

Dans cette partie, les chocs de productivité mis en oeuvre sont ceux qui correspondent à un rattrapage des pays au niveau des trois pays ayant les meilleures pratiques sur les marchés des biens, des services et de l'emploi à horizon de 2039. Les pays anglo-saxons qui sont relativement proches de la frontière connaîtront des chocs de productivité plus faible que les autres pays. Selon le chiffrage de Cette *et al.* (cf. encadré 1), les principales économies du G20 subissent alors les chocs de productivité suivants (cf. tableau 4).

Si tous les pays bénéficient de la mise en place simultanée des réformes, dans le cas des pays anglo-saxons les effets de diffusion sont particulièrement forts (cf. Tableau 5). Avec un choc de productivité de seulement 2% à horizon 2039, l'impact sur le PIB américain est de près de 1 point au bout de cinq ans. Cela signifie donc que l'effet sur le PIB y est plus de 2,5 fois supérieur qu'en cas de choc national isolé. De même pour le Royaume-Uni, à taille de choc identique, l'effet sur le PIB est plus de deux fois supérieur dans ce même contexte. Par comparaison, les effets de diffusion sont moins importants pour les autres pays (qui enregistrent des chocs asymétriques plus élevés). Pour ces pays, les *spillovers* étaient légèrement plus importants en cas de chocs symétriques. (Cf. graphique 3).

Dans ce cas particulier, afin de comparer les effets de diffusion avec les simulations précédentes, les résultats seront normalisés par la taille du choc.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les effets de diffusion positifs ne proviennent pas des mêmes variables. Dans le cas du Royaume-Uni, les effets de

Tableau 4 Chocs de productivité

(en %)

	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	France	Allemagne	Espagne	Brésil	Chine
	2	1	5	7	7	6	10	10

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

Tableau 5 Réponse à cinq ans en écart au compte central d'une hausse de la productivité du travail anticipée dans tous les pays du G20 correspondant à un rattrapage des pays aux meilleures pratiques à horizon 2039

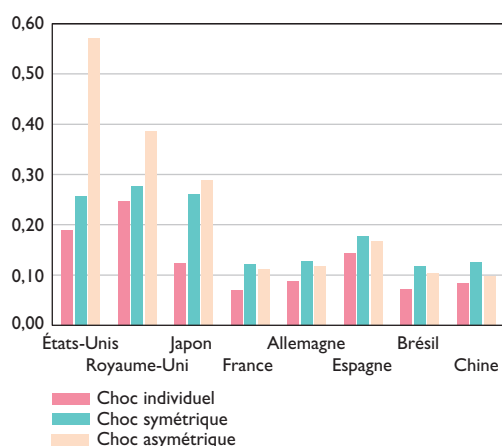
(en %)

	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	France	Allemagne	Espagne	Brésil	Chine
PIB	1,00	0,56	1,48	0,79	0,82	1,04	1,02	0,95
Investissement	2,17	1,11	4,45	2,31	3,10	3,77		
Consommation	1,07	0,27	1,10	0,26	0,71	0,40		
Exportations nettes	- 0,17	0,15	- 0,24	0,00	- 0,33	- 0,15	0,49	0,25
Output gap	0,33	0,13	0,07	- 0,23	- 0,43	- 0,15		
Taux de chômage	- 0,15	- 0,13	0,08	0,33	0,07	0,04		
TCER	0,63	0,02	0,73	- 0,60	- 0,75	- 0,22	- 3,48	- 1,23
IPC	- 0,44	0,04	- 0,08	- 0,21	- 0,30	0,09	- 4,21	- 1,84
Salaire réel	0,53	0,19	0,66	0,19	0,41	0,68		

Note : TCER : taux de change effectif réel, IPC : indice des prix à la consommation.

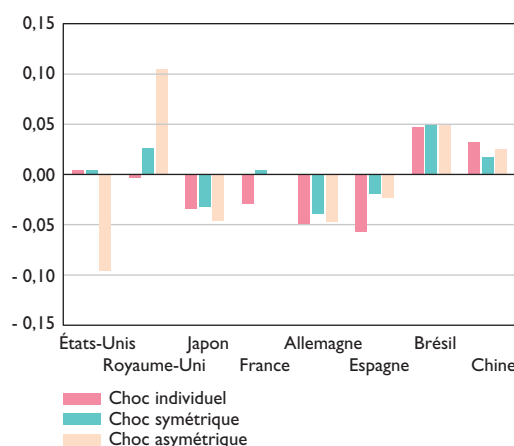
Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

Graphique 3 Impact sur le PIB des différents chocs de productivité



Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

Graphique 4 Impact sur les exportations nettes des différents chocs de productivité



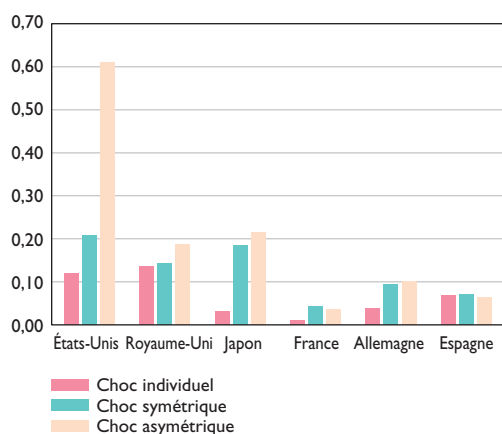
Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

diffusion positifs proviennent de façon assez intuitive du canal commercial. En particulier, la zone euro, principale économie partenaire du Royaume-Uni, met en place de façon massive des réformes structurelles qui stimulent alors la demande adressée au Royaume-Uni, les exportations nettes du pays sont alors en très forte augmentation (cf. Graphique 4).

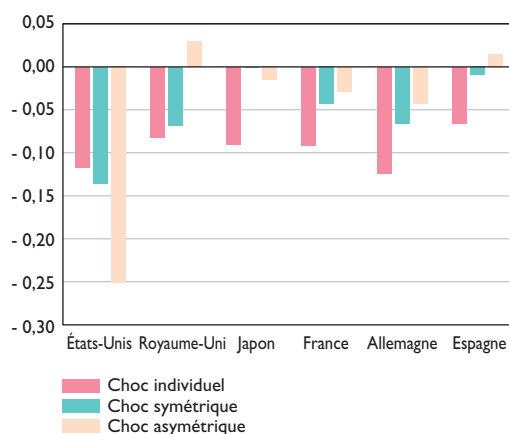
Aux États-Unis, l'effet sur les exportations nettes est négatif. Cet effet provient d'une très forte hausse de la consommation américaine stimulant fortement les importations. À horizon de cinq ans, les salaires nominaux sont alors relativement rigides mais la très forte baisse des prix d'imports tire les prix à la

consommation à la baisse, si bien que le pouvoir d'achat des salariés s'en trouve nettement augmenté et que la consommation croît en conséquence (cf. graphiques 5 et 6). Étant donné la part de la consommation dans le PIB américain (plus de 70%), l'effet sur la croissance est particulièrement fort.

Dans le cas de réformes asymétriques, les pays enregistrant de petits chocs connaissent des effets de diffusion relativement plus importants que les pays enregistrant de gros chocs à horizon de cinq ans. Ceux-ci étant plus proches de la frontière technologique, ils ont des structures économiques plus flexibles. Toutefois, que les réformes soient

Graphique 5 Impact sur la consommation des différents chocs de productivité

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

Graphique 6 Impact sur les prix des différents chocs de productivité

Source : Banque de France, sur la base du modèle NiGEM.

symétriques ou asymétriques, l'impact sur le PIB de réformes simultanées est systématiquement plus élevé, par rapport au cas où les réformes sont réalisées par un seul pays. Ce résultat incite à la mise en œuvre de réformes de façon simultanée et appelle donc à une plus grande coordination entre les pays. Ce résultat se retrouve également dans d'autres modèles. Ainsi, dans le cadre d'une union monétaire où les taux de change sont fixes, Varga *et al.* (2014) (sur la base de simulations utilisant le modèle QUEST⁸) trouvent un gain positif en termes de PIB à la mise en œuvre de réformes de façon simultanée, notamment lors des cinq premières années de mises en œuvre des réformes où l'effet de diffusion de demande prédomine.

4| Conclusion

La mise en œuvre de réformes structurelles permet dans le court et le long terme d'accroître l'activité et la croissance potentielle *via* une hausse de la productivité (cf. notamment Acemoglu *et al.* 2006, Varga *et al.* 2014). Dans les simulations réalisées

dans cet exercice — qui sont soumises aux limites inhérentes à l'outil utilisé — les réformes procurent un gain immédiat en termes d'activité mais peuvent avoir un coût en termes d'emploi, notamment quand le marché du travail est rigide. Ces réformes ont, de plus, l'avantage d'avoir des retombées positives en termes d'activité pour les pays partenaires. Ce gain se trouve donc significativement augmenté lorsque les réformes sont mises en œuvre de façon simultanée pour tous les pays. Les effets de diffusion sont également plus forts pour les pays qui sont plus flexibles et donc plus proches de la frontière. Ils bénéficient des importants programmes de réforme mis en œuvre chez leurs partenaires commerciaux. Les effets de diffusion associés aux réformes structurelles ne sont donc pas négligeables : ils sont positifs, augmentent lorsqu'ils sont mis en œuvre de façon simultanée et bénéficient aux économies déjà proches de la frontière (donnant une justification économique aux États concernés pour exercer une pression des pairs sur les autres pays). Ces effets de diffusion incitent donc, à la fois, à une action coordonnée des pays et à un renforcement de la coopération internationale.

8 Modèle DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) trimestriel pour la zone euro.

Bibliographie

Acemoglu (D.), Zilibotti (F.) et Aghion (P.) (2006)
« Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. », *Journal of the European Economic Association* 4 (1): 37-74.

Andrle (M.), Blagrove (P.), Honjo (K.), Hunt (B.), Kortelainen (M.), Lalonde (R.), Laxton (D.), Muir (D.), Mursula (S.) et Snudden (S.)
« The Flexible System of Global Models », *IMF Working Paper*, No. 15/64.

Ball (L. M.) (2014)
« Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries », *NBER Working Paper*, No. 20185.

Barrell (R.), Holland (D.) et Hurst (A. I.) (2007)
« Correcting US Imbalances », *NIESR Discussion Paper*, n° 290.

Bec (F.), Bouabdallah (O.) et Ferrara (L.) (2015)
« Comparing the shapes of recoveries: France, the UK and the US », *Economic Modelling*, 44, 327-335, January.

Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2003)
« Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118.

Bernanke (B. S.) (1983)
« Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1 (Feb., 1983), pp. 85-106.

Bouis (R.), Causa (O.), Demmou (L.) et Duval (R.) (2012)
« How quickly does structural reform pay off? An empirical analysis of the short-term effects of unemployment benefits reform » *IZA Journal of Labor Policy*, 1:12.

Bourlès (R.), Cette (G.), Lopez (R.), Mairesse (J.) et Nicoletti (G.) (2013)

« Do Product Market Regulations In Upstream Sectors Curb Productivity Growth? Panel Data Evidence for OECD Countries », *The Review of Economics and Statistics*, 95(5), pp.1750-1768.

Cacciatore (M.), Duval (R.) et Fiori (G.) (2012)
« Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the Short-Term Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets », *OECD Economics Department Working Papers* 948, OECD Publishing.

Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.) (2014)
« Product and labor market regulations, production prices, wages and productivity », *document de travail n°514* Banque de France.

Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.) (2015)
« Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail », Gilbert Cette, Jimmy Lopez et Jacques Mairesse, *Bulletin de la Banque de France*, N° 199, 1^{er} trimestre.

Eggertsson (G.), Ferrero (A.) et Raffo (A.) (2013)
« Can Structural Reforms Help Europe? » *International Finance Discussion Papers*.

IMF Staff Approved by Blanchard (O.) April (2015)
« Chapter 3 Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output » *World Economic Outlook*, IMF.

Ireland (P. N.) (2011)
« A new keynesian perspective on the great recession » *Journal of Money, Credit and Banking*.

Varga (J.), in 't Veld (J.) (2014)
« The potential growth impact of structural reforms in the EU: a benchmarking exercise » *European Commission, Economic Papers*, 541, December.

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

S41

Séries chronologiques

S49

Avertissement

En janvier 2015, la Lituanie a rejoint la zone euro, portant à dix-neuf le nombre des pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2015 ont trait à l'Euro 19 (la zone euro intégrant la Lituanie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires et l'IPCH, les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

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		2015				
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
Évolution de la production par rapport au mois précédent ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	4	0	7	1	4	3	7
Denrées alimentaires et boissons	7	6	7	0	7	7	18
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	1	2	2	3	2	1	-1
Industrie automobile	21	0	23	23	-2	8	14
Autres matériels de transport	9	8	5	3	10	7	-2
Autres produits industriels	1	-2	7	-1	3	0	6
Production pour les prochains mois ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	-3	7	4	5	4	5	6
Denrées alimentaires et boissons	7	6	8	8	7	7	9
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	1	3	2	2	0	4	5
Industrie automobile	-6	13	13	1	6	9	11
Autres matériels de transport	-7	8	3	8	8	5	11
Autres produits industriels	1	6	4	5	5	6	8
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) ^{a)}							
Globales	7	5	8	1	5	6	9
Étrangères	5	1	6	2	4	6	7
Niveau du carnet de commandes ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	1	4	0	0	2	4	4
Denrées alimentaires et boissons	0	0	-1	-1	3	8	3
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-14	-11	-11	-14	-12	-9	-8
Industrie automobile	-3	4	1	2	3	8	13
Autres matériels de transport	49	57	52	55	55	58	58
Autres produits industriels	-1	0	-2	-2	-1	1	1
Niveau des stocks de produits finis ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	3	5	3	5	4	3	3
Denrées alimentaires et boissons	3	7	2	3	-1	2	10
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	6	5	6	5	5	7	8
Industrie automobile	0	2	-2	5	5	6	4
Autres matériels de transport	7	6	7	6	12	10	10
Autres produits industriels	3	4	3	5	3	1	0
Taux d'utilisation des capacités de production ^{b)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	76,5	76,3	76,8	76,6	76,6	76,6	76,8
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) ^{a)}							
Par rapport au mois précédent	-1	-2	0	0	-1	0	0
Au cours des prochains mois	0	-1	-3	-2	-2	-2	-2
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie ^{c)}							
	97	97	98	97	98	98	99

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.

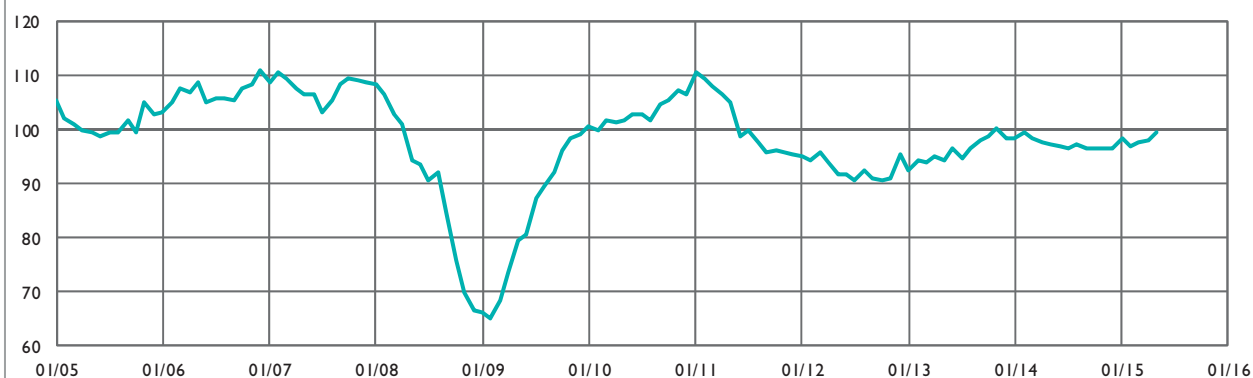
Source : Banque de France

Réalisé le 23 juin 2015

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)

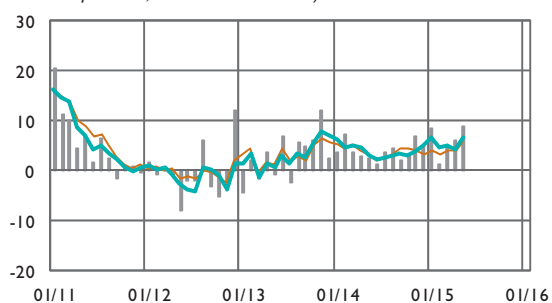
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981- dernier point)



Commandes ^{a)}

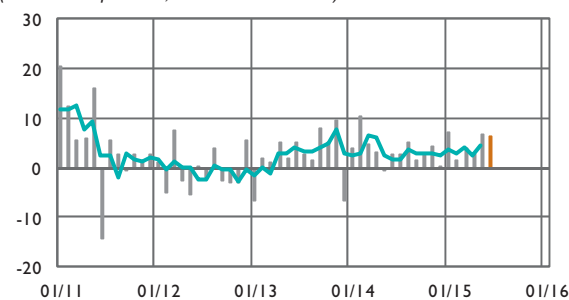
(solde des opinions ; variation mensuelle)



■ Commandes globales
— Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
— Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production ^{a)}

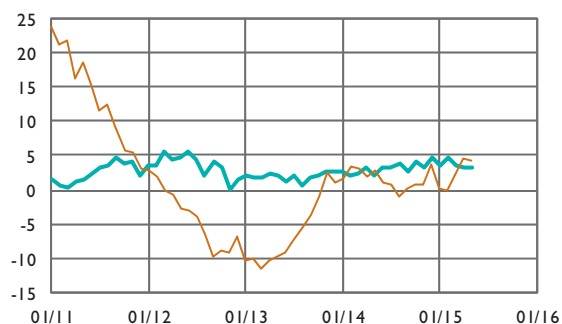
(solde des opinions ; variation mensuelle)



■ Production passée
— Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)
— Production prévue (série corrigée du biais statistique observé)

Stocks et carnets de commandes ^{a)}

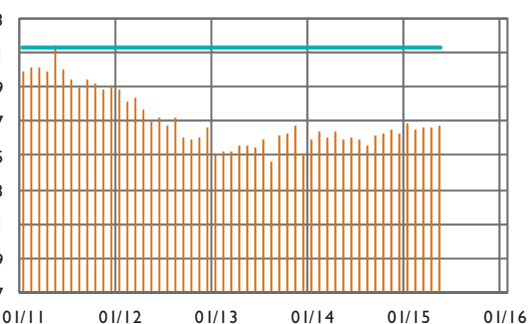
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



— Stocks
— Carnets

TUC dans l'industrie ^{a)}

(en %)



— TUC
— Moyenne de longue période depuis 1981

a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 23 juin 2015

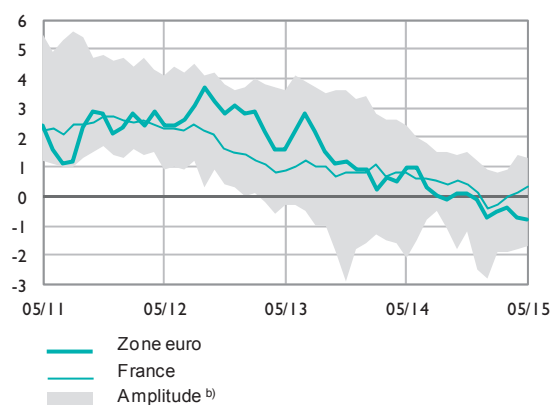
Figure 3
Indices des prix à la consommation ^{a)}

	(glissement annuel)								
	2014				2015				
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	0,4	0,5	0,4	0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,3
Allemagne	0,8	0,7	0,5	0,1	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,7
Italie	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,5	0,1	0,0	-0,1	0,2
Zone euro	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8
Royaume-Uni	1,2	1,3	1,0	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1
Union européenne	0,4	0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,3
États-Unis	1,7	1,7	1,3	0,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Japon	3,3	2,9	2,4	2,4	2,4	2,2	2,3	0,6	nd

	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle)					
	2012	2013	2014	2014	2015				
				déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	2,2	1,0	0,6	0,1	-1,1	0,7	0,7	0,1	0,2
Allemagne	2,1	1,6	0,8	0,1	-1,3	1,0	0,5	-0,1	0,1
Italie	3,3	1,3	0,2	0,0	-2,5	0,3	2,1	0,4	0,2
Zone euro	2,8	1,9	0,4	-0,7	-1,2	0,2	0,9	0,1	0,7
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,5	0,0	-0,9	0,2	0,2	0,3	0,2
Union européenne	2,6	1,5	0,6	-0,1	-1,3	0,5	0,9	0,3	0,2
États-Unis	2,1	1,5	1,6	-0,6	-0,5	0,4	0,6	0,2	0,5
Japon	0,0	0,4	2,7	0,1	-0,2	-0,2	0,4	0,4	nd

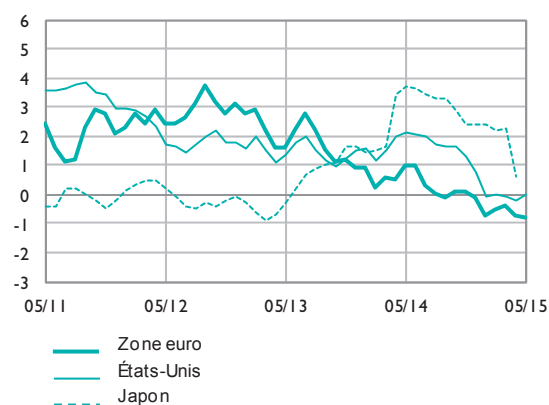
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



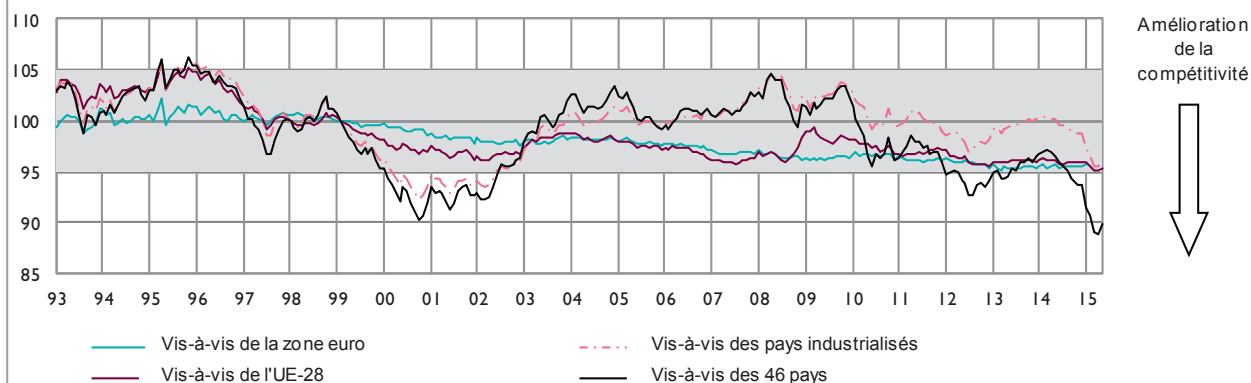
^{a)} Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon (indices nationaux)

^{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

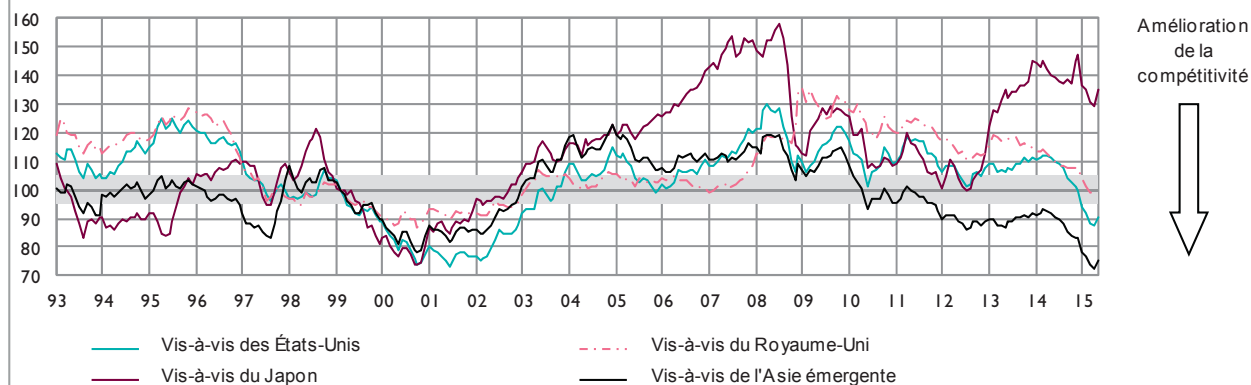
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



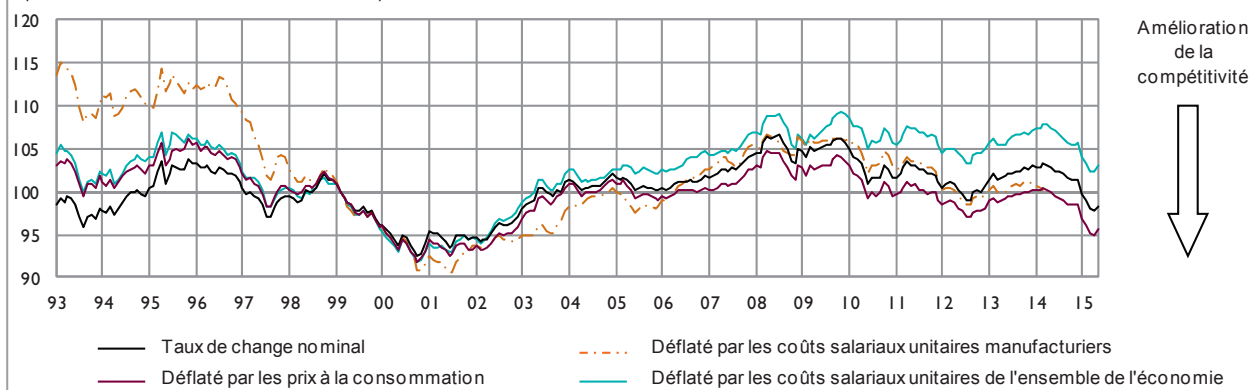
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

(indices base 100 = 1^{er} 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 23 juin 2015

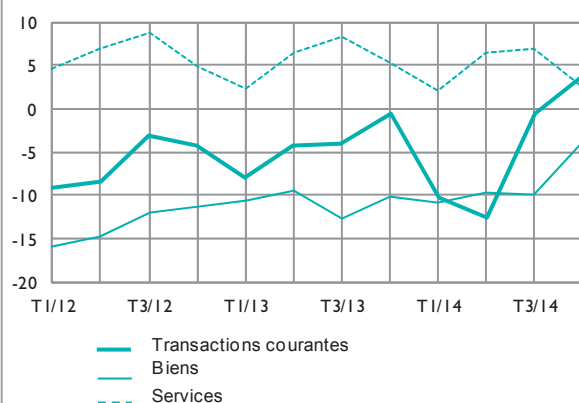
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2013	2014	2013	2014			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	-17,1	-19,7	-0,7	-10,2	-12,7	-0,6	3,7
Biens	-43,0	-34,6	-10,1	-11,0	-9,8	-9,9	-4,0
Services	22,4	17,8	5,3	2,0	6,4	6,9	2,5
Revenus primaires	47,9	44,5	12,4	14,5	4,9	10,9	14,2
Revenus secondaires	-44,4	-47,4	-8,2	-15,7	-14,2	-8,5	-9,0
Compte de capital	1,9	2,2	0,6	0,8	0,0	0,8	0,6
Compte financier	-17,8	-10,9	8,0	-23,1	-9,3	5,6	15,9
Investissements directs	-13,5	20,9	-4,4	-3,3	3,3	10,5	10,3
Français à l'étranger	11,8	26,3	0,4	14,2	2,2	0,0	9,9
Étrangers en France	25,3	5,4	4,8	17,5	-1,2	-10,6	-0,4
Investissements de portefeuille	-60,6	-7,4	-26,5	-35,4	10,3	-8,5	26,3
Avoirs	44,7	77,2	-23,7	42,0	46,4	-16,7	5,5
Engagements	105,3	84,6	2,9	77,4	36,1	-8,1	-20,8
Instruments financiers dérivés	-16,8	-23,9	-7,0	-0,7	-4,7	-11,6	-6,9
Autres investissements ^{a)}	74,5	-1,2	48,5	14,8	-19,5	17,4	-13,9
Avoirs de réserve	-1,5	0,7	-2,6	1,6	1,3	-2,2	0,0
Erreurs et omissions nettes	-2,7	6,7	8,1	-13,7	3,4	5,4	11,5

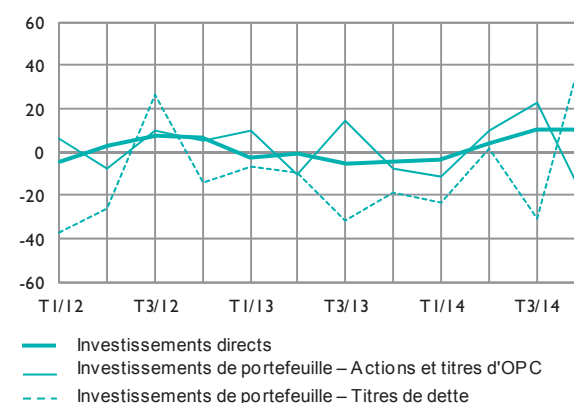
Soldes des transactions courantes

(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^e 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)

	2013	2014	2013	2014			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	-17,1	-19,7	-0,7	-10,2	-12,7	-0,6	3,7
Biens	-43,0	-34,6	-10,1	-11,0	-9,8	-9,9	-4,0
Exportations	438,6	440,4	112,0	109,3	108,9	105,8	116,3
Importations	481,6	475,0	122,1	120,3	118,7	115,7	120,3
Marchandises générales	-61,0	-55,2	-15,0	-15,3	-14,7	-14,6	-10,5
Négoce international	18,0	20,6	4,9	4,3	4,9	4,8	6,5
Services	22,4	17,8	5,3	2,0	6,4	6,9	2,5
Exportations	193,1	208,0	49,3	46,0	53,6	56,2	52,2
Importations	170,7	190,2	44,0	44,0	47,2	49,3	49,6
Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	0,1	1,1	0,0	0,4	0,3	0,2	0,3
Services d'entretien et de réparation	1,3	1,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Transports	-1,3	-2,4	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-0,6
Voyages	10,2	6,6	0,7	0,4	3,3	3,7	-0,7
Bâtiments et travaux publics	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Services d'assurance et de pension	0,6	1,7	0,1	0,0	0,6	0,5	0,6
Services financiers	5,4	6,2	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5
Commissions pour usage de propriété intellectuelle	1,8	1,5	0,9	0,0	0,4	0,3	0,8
Services de télécommunication, d'informatique et d'information	-1,0	-1,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,4
Autres services aux entreprises	5,6	3,4	2,4	0,5	1,1	0,8	1,0
Services personnels, culturels et récréatifs	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Services des administrations publiques	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Services divers							
Revenus primaires	47,9	44,5	12,4	14,5	4,9	10,9	14,2
Rémunérations des salariés	16,8	17,5	4,2	4,4	4,4	4,4	4,3
Revenus des investissements	21,5	17,7	6,3	2,6	0,4	6,7	8,1
Investissements directs	37,2	37,2	9,9	3,6	14,1	7,6	11,8
Investissements de portefeuille	-16,1	-19,7	-3,5	-1,1	-13,5	-1,0	-4,0
Autres investissements ^{a)}	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,2
Avoirs de réserve	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres revenus primaires	9,7	9,3	1,9	7,5	0,2	-0,2	1,8
Revenus secondaires	-44,4	-47,4	-8,2	-15,7	-14,2	-8,5	-9,0
Administrations publiques	-30,0	-28,2	-4,5	-11,6	-6,4	-5,2	-5,0
Autres secteurs	-14,5	-19,2	-3,7	-4,1	-7,8	-3,2	-4,1
dont envois de fonds des travailleurs	-8,4	-8,9	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Compte de capital	1,9	2,2	0,6	0,8	0,0	0,8	0,6

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

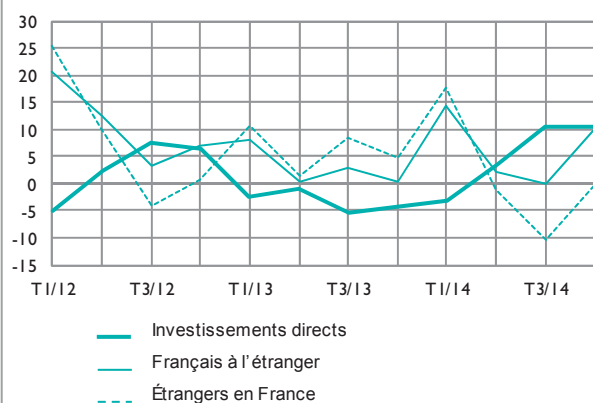
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2013	2014	2013	2014			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte financier	-17,8	-10,9	8,0	-23,1	-9,3	5,6	15,9
Investissements directs	-13,5	20,9	-4,4	-3,3	3,3	10,5	10,3
Français à l'étranger	11,8	26,3	0,4	14,2	2,2	0,0	9,9
dont capital social	11,1	14,3	6,6	8,8	-2,4	5,6	2,3
Étrangers en France	25,3	5,4	4,8	17,5	-1,2	-10,6	-0,4
dont capital social	25,9	13,5	8,6	3,8	4,9	-3,2	8,0
Investissements de portefeuille	-60,6	-7,4	-26,5	-35,4	10,3	-8,5	26,3
Avoirs	44,7	77,2	-23,7	42,0	46,4	-16,7	5,5
Actions et titres d'OPC	33,5	11,4	9,0	-12,8	20,2	8,8	-4,8
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	30,2	52,2	1,3	29,8	21,1	-14,0	15,3
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	-18,9	13,6	-34,0	25,0	5,1	-11,5	-5,0
Engagements	105,3	84,6	2,9	77,4	36,1	-8,1	-20,8
Actions et titres d'OPC	27,2	12,1	16,5	-1,2	10,9	-14,0	16,4
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	51,6	75,1	0,5	67,0	27,6	-4,9	-14,5
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	26,5	-2,7	-14,1	11,6	-2,4	10,8	-22,7
Instruments financiers dérivés	-16,8	-23,9	-7,0	-0,7	-4,7	-11,6	-6,9
Autres investissements ^{a)}	74,5	-1,2	48,5	14,8	-19,5	17,4	-13,9
Avoirs de réserve	-1,5	0,7	-2,6	1,6	1,3	-2,2	0,0
Erreurs et omissions nettes	-2,7	6,7	8,1	-13,7	3,4	5,4	11,5

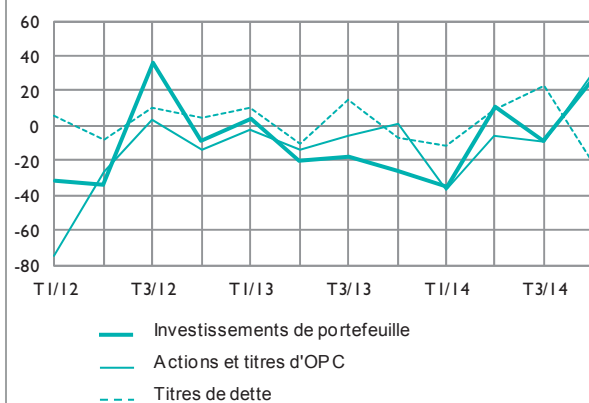
Investissements directs – soldes

(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^e 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)

	1 ^{er} trimestre 2015					
	UEM ^{a)}	UE28 hors UEM ^{b)}	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	5,4	-0,6	2,2	0,0	3,5	nd
Recettes	112,1	6,8	16,0	2,5	10,7	5,5
Dépenses	108,4	7,4	14,1	2,7	7,3	nd
Biens	-3,4	-0,2	-0,2	-0,9	-0,3	-6,7
Recettes	60,5	5,6	7,6	1,2	2,9	4,3
Dépenses	63,9	5,7	7,9	2,0	3,2	11,0
Services	-2,0	-0,7	0,5	0,3	1,0	-0,1
Recettes	24,3	0,9	5,6	0,7	3,4	1,0
Dépenses	26,3	1,5	5,1	0,4	2,4	1,1
Revenus primaires	20,9	0,3	2,0	0,6	3,2	nd
Recettes	27,2	0,3	2,8	0,8	3,6	0,2
Dépenses ^{c)}	6,0	0,0	0,8	0,1	0,4	nd
Revenus secondaires	-10,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,1
Recettes	2,1	0,0	0,3	0,0	0,8	0,0
Dépenses	12,2	0,1	0,3	0,1	1,3	0,1
Compte financier						
Investissements directs	9,0	-0,8	0,5	0,5	1,6	-0,1
Français à l'étranger	14,9	-0,4	-0,4	0,5	0,8	0,2
Étrangers en France	5,9	0,4	-0,8	0,0	-0,9	0,3
Investissements de portefeuille – Avoirs ^{d)}	47,4	0,0	22,2	-5,5	0,2	2,0
Actions et titres d'OPC	12,1	0,0	-1,0	-1,6	-0,1	2,1
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	17,8	0,0	21,5	-0,5	0,2	-0,1
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	17,4	0,0	1,7	-3,5	0,1	0,0
Autres investissements ^{e)}	-25,0	-3,1	-20,5	-6,6	7,7	-5,3

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e 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)

	2015			
	janv.	fév.	mars	avril
Compte de transactions courantes	-0,2	-4,3	-1,8	-1,8
Biens	-3,5	-2,0	-2,9	-0,9
Services	1,2	-0,1	0,4	1,5
Revenus primaires	5,4	4,3	3,7	1,1
Revenus secondaires	-3,3	-6,6	-3,0	-3,5
Compte de capital	0,0	0,0	0,6	-0,1
Compte financier	-7,9	8,7	-17,6	-9,3
Investissements directs	3,7	5,1	1,8	2,4
Français à l'étranger	5,7	5,4	2,0	2,5
Capital social	4,6	3,2	0,2	0,7
Bénéfices réinvestis	1,2	0,8	0,8	0,8
Autres opérations (prêts intragroupe)	-0,2	1,4	1,0	1,0
Étrangers en France	2,0	0,3	0,2	0,1
Capital social	2,1	1,2	0,2	0,2
Bénéfices réinvestis	0,4	0,6	0,6	0,6
Autres opérations (prêts intragroupe)	-0,5	-1,5	-0,5	-0,7
Investissements de portefeuille	45,6	15,6	-49,3	34,2
Avoirs	64,8	24,6	-10,3	11,9
Actions et titres d'OPC	13,4	7,4	-15,5	10,6
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	24,4	22,0	9,2	14,2
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	27,0	-4,9	-3,9	-12,8
Engagements	19,1	9,0	39,1	-22,3
Actions et titres d'OPC	21,9	5,1	6,3	-6,2
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	-8,8	11,4	20,1	-8,1
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	6,0	-7,5	12,6	-8,0
Instruments financiers dérivés	-1,9	-1,5	-3,2	0,6
Autres investissements a)	-55,8	-12,5	33,2	-43,7
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	0,5	-27,5	-15,4	-13,2
Avoirs de réserve	0,5	2,0	-0,1	-2,7
Erreurs et omissions nettes	-7,8	13,0	-16,4	-7,4

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

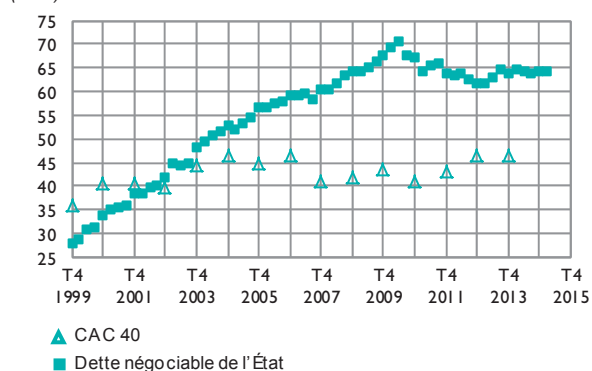
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixe)

(en milliards d'euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	5 833,4	6 053,1	6 117,1	5 847,6	6 476,2	6 476,2
Investissements directs français à l'étranger	1 165,3	1 252,2	1 296,0	1 279,2	1 347,5	1 347,5
Capitaux propres	864,3	894,1	947,0	935,1	982,5	982,5
Autres opérations (prêts intragroupe)	301,0	358,1	349,0	344,1	365,0	365,0
Investissements de portefeuille	2 100,1	1 865,6	1 990,9	2 084,7	2 264,3	2 264,3
Instruments financiers dérivés	825,8	1 092,2	1 080,2	802,6	1 034,5	1 034,5
Autres investissements ^{a)}	1 617,8	1 710,0	1 610,1	1 576,0	1 711,8	1 711,8
Avoirs de réserve	124,5	133,1	139,9	105,1	118,2	118,2
Engagements	6 018,6	6 231,4	6 386,1	6 217,1	6 894,6	6 894,6
Investissements directs étrangers en France	759,4	827,8	848,5	870,4	894,5	894,5
Capitaux propres	460,8	460,8	465,1	491,5	516,4	516,4
Autres opérations (prêts intragroupe)	298,6	367,0	383,4	378,9	378,1	378,1
Investissements de portefeuille	2 420,9	2 412,2	2 639,3	2 821,4	3 096,1	3 096,1
Instruments financiers dérivés	873,6	1 136,6	1 125,4	864,7	1 093,6	1 093,6
Autres investissements ^{a)}	1 964,7	1 854,8	1 772,9	1 660,7	1 810,4	1 810,4
Position nette	-185,2	-178,4	-269,0	-369,5	-418,4	-418,4

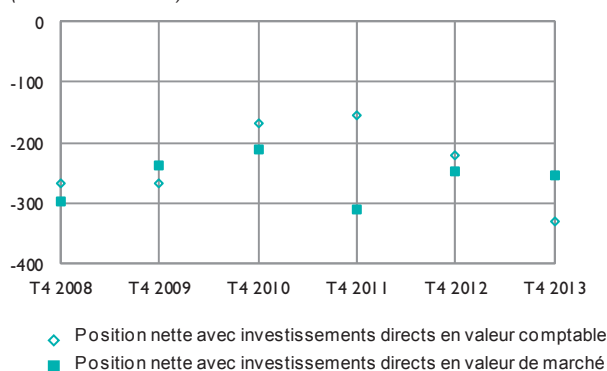
Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



La position extérieure est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

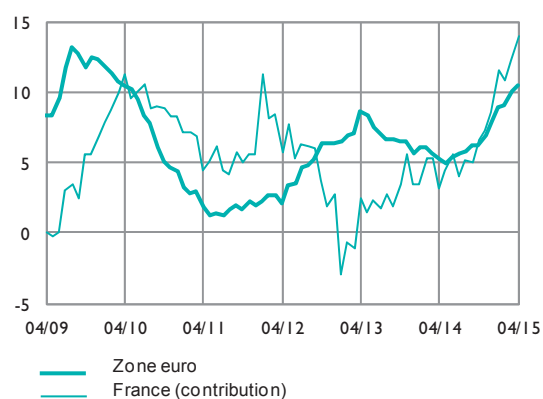
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2012	2013	2014	2014	2014			2015			
	déc.	déc.	déc.	avril	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
M1											
Zone euro ^{a)}	6,4	5,7	7,9	5,2	6,2	6,9	7,9	8,9	9,1	10,0	10,5
France (contribution)	2,8	3,4	8,6	3,2	6,6	7,3	8,6	11,5	10,8	12,2	13,9
M2											
Zone euro ^{a)}	4,5	2,5	3,7	2,0	2,7	3,3	3,7	4,0	4,1	4,6	4,9
France (contribution)	5,2	2,3	3,5	0,5	2,8	3,4	3,5	4,9	4,5	5,5	6,0
M3											
Zone euro ^{a)}	3,5	1,0	3,7	0,8	2,5	3,1	3,7	3,8	4,1	4,6	5,3
France (contribution)	2,6	1,3	3,5	-0,7	3,1	3,7	3,5	3,6	3,3	3,4	6,1
Crédits au secteur privé											
Zone euro ^{a)}	-0,6	-2,3	-0,5	-1,8	-1,1	-0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,0
France ^{b)}	2,5	0,7	2,6	1,4	1,7	1,9	2,6	2,5	2,4	2,8	2,9

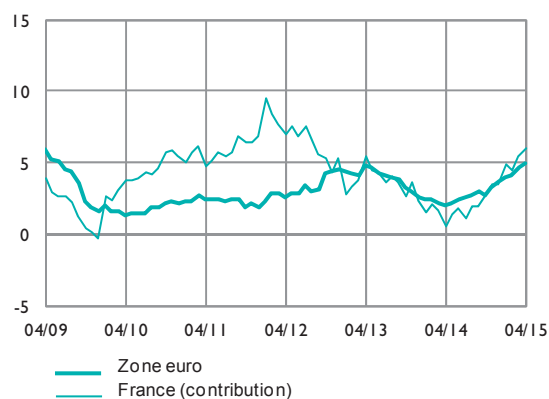
M1

(taux de croissance annuel en %)



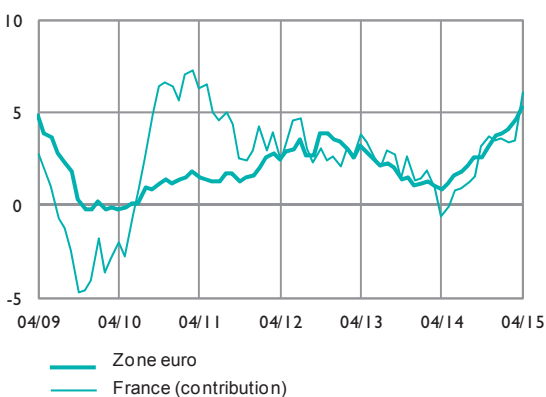
M2

(taux de croissance annuel en %)



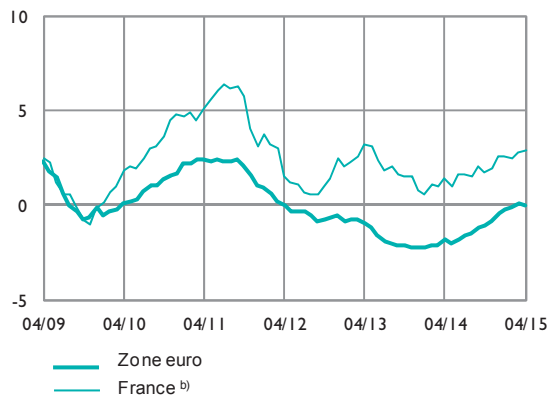
M3

(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 23 juin 2015

Figure 12
Situation mensuelle de la Banque de France ^{a)}

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	326,4	199,7	213,6	171,3	217,1	207,9	221,7	231,3
Crédits	234,2	127,1	137,8	103,3	137,7	126,1	128,6	129,4
IFM ^{b)}	234,0	127,0	137,6	103,1	137,5	125,9	128,4	129,2
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 de créances détenus	92,1	72,5	75,7	67,9	79,3	81,6	92,9	101,9
IFM	32,2	25,2	33,5	26,9	35,7	37,7	40,2	41,3
Administrations publiques	59,9	47,3	42,2	41,0	43,7	43,9	52,7	60,5
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro ^{b)}	87,6	91,4	86,7	91,0	88,0	87,2	90,1	92,3
Reste du monde ^{b)}	114,9	88,3	90,9	92,0	90,8	97,2	98,0	87,7
Avoirs en or	98,8	68,2	77,3	72,8	87,3	85,0	86,4	83,0
Non ventilé par zone géographique ^{c)}	109,6	107,6	114,1	102,2	112,2	113,0	111,9	112,5
Total	737,3	555,2	582,6	529,4	595,3	590,2	608,0	606,9
Passif								
Dépôts – Territoire national	200,3	116,0	116,1	84,6	80,9	78,8	133,8	98,3
IFM	194,8	112,2	112,7	83,4	73,2	77,0	119,7	96,1
Administrations publiques	4,9	3,3	2,4	0,5	6,4	0,6	13,0	0,9
Autres secteurs	0,6	0,6	1,0	0,8	1,3	1,2	1,2	1,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	73,9	34,1	30,9	42,0	64,7	64,2	25,5	67,9
Dépôts – reste du monde	146,0	112,6	117,4	107,7	121,1	119,7	116,6	110,2
Non ventilé par zone géographique	317,1	292,5	318,2	295,0	318,2	327,5	332,0	330,4
Billets et pièces en circulation ^{d)}	173,5	181,7	192,6	179,9	189,1	189,6	191,4	193,3
dont pièces ^{e)}	2,9	3,0	3,1	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	117,0	86,6	101,7	92,5	112,7	110,4	117,1	113,6
Autres	26,5	24,1	24,0	22,6	24,0	27,5	23,6	23,6
Total ^{f)}	737,3	555,2	582,6	529,4	595,3	590,2	608,0	606,9

a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15^e jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2013/33).

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/2013/33.)

f) Le total du bilan comptable à fin 2014 rendu public en mars 2015 (577,7 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2014 (582,6 mds) : les pièces (3,1 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2015 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (1,8 md).

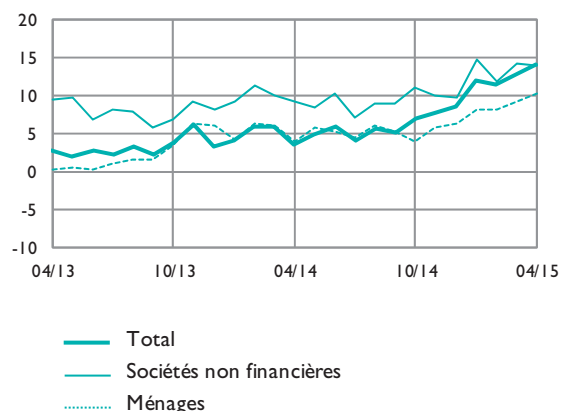
Figure 13
Dépôts – France

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

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	555,9	582,3	626,6	567,6	614,4	611,3	629,9	636,9
Ménages et assimilés	279,2	295,5	314,2	297,2	313,0	314,7	322,0	328,2
Sociétés non financières	214,7	231,2	254,1	219,9	246,7	242,7	251,6	251,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	62,0	55,7	58,3	50,6	54,7	53,9	56,3	57,1
Autres agents	42,5	35,7	43,6	39,9	51,2	50,3	49,7	56,0
Total – Encours	598,0	617,7	669,8	607,1	665,2	661,2	679,1	692,5
Total – Taux de croissance	2,8	3,3	8,4	3,5	11,8	11,3	12,7	14,1
Comptes sur livret								
Livrets A et bleu	247,2	263,2	260,0	265,8	259,2	258,2	258,4	258,2
Comptes épargne-logement	35,2	33,4	31,2	32,5	31,0	30,8	30,7	30,6
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	92,0	100,7	101,9	102,2	101,7	101,5	101,7	101,8
Livrets d'épargne populaire	51,7	48,3	46,5	46,4	46,3	46,2	46,1	46,0
Livrets jeune	7,0	6,9	6,8	6,7	6,5	6,6	6,6	6,6
Livrets soumis à l'impôt	178,7	172,5	169,5	179,4	171,0	173,4	177,4	177,3
Total – Encours	611,7	625,1	615,8	632,9	615,8	616,6	620,8	620,4
Total – Taux de croissance	9,4	2,2	-1,5	-0,1	-1,9	-1,8	-1,7	-2,0

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

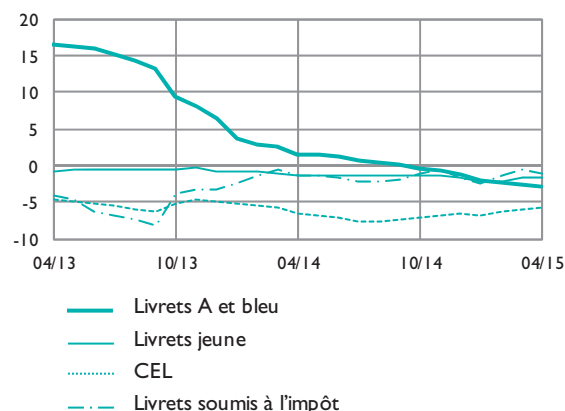


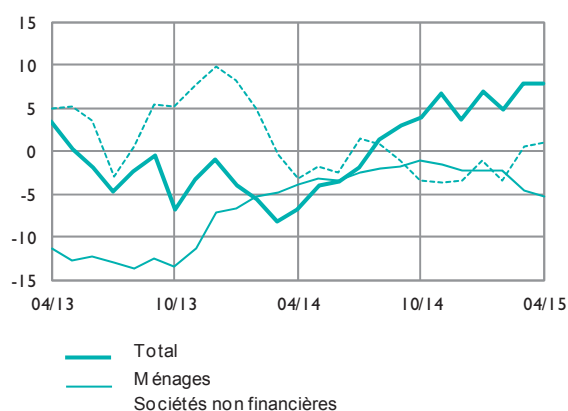
Figure 14
Dépôts à terme – France

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

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	111,8	117,3	114,7	110,8	114,1	86,1	86,2	85,0
Ménages et assimilés	30,9	28,6	28,0	28,5	28,2	16,5	16,0	15,9
Sociétés non financières	79,9	87,7	85,1	81,0	84,1	68,7	69,3	68,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,9	1,0	1,6	1,2	1,8	1,0	0,8	0,8
Autres agents	40,7	33,5	41,6	33,4	41,1	39,1	41,4	43,7
Total – Encours	152,5	150,7	156,3	144,1	155,2	125,2	127,5	128,7
Total – Taux de croissance	-1,1	-1,1	3,7	-6,8	6,9	4,9	7,8	7,8
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	328,9	342,2	363,9	348,7	367,5	395,4	397,4	397,5
Ménages et assimilés	269,4	274,8	289,6	277,4	293,6	306,1	307,8	308,3
PEL	188,2	197,7	215,9	202,0	219,9	222,1	223,7	224,9
PEP	24,0	23,0	22,2	22,5	22,1	21,9	21,8	21,7
Autres	57,1	54,1	51,6	52,9	51,6	62,1	62,3	61,8
Sociétés non financières	58,1	65,5	72,2	69,3	71,6	86,8	87,3	86,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	1,4	1,9	2,1	2,1	2,3	2,4	2,3	2,3
Autres agents	154,7	157,0	92,6	111,7	90,5	89,6	87,0	87,7
Total – Encours	483,5	499,3	456,5	460,4	458,0	484,9	484,4	485,2
Total – Taux de croissance	0,3	3,4	-8,8	-7,2	-8,6	-8,8	-8,3	-0,6

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

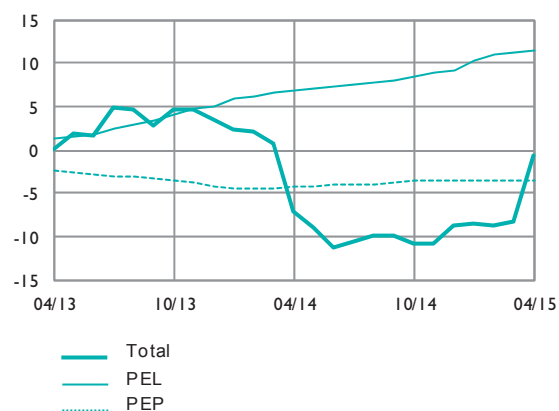


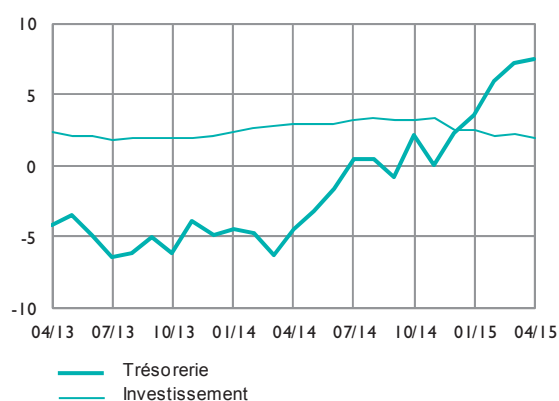
Figure 15
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2012	2013	2014	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Crédits à la clientèle résidente									
Secteur privé	2 100,0	2 114,9	2 167,7	2 153,1	2 167,7	2 170,4	2 184,9	2 193,7	2 213,9
Administrations publiques	206,8	213,1	214,7	211,5	214,7	222,9	210,5	212,7	212,6
Total – Encours	2 306,7	2 328,1	2 382,4	2 364,7	2 382,4	2 393,3	2 395,4	2 406,4	2 426,5
Secteur privé	2,5	0,7	2,6	1,4	2,6	2,5	2,4	2,8	2,9
Administrations publiques	6,1	2,8	3,3	1,4	3,3	5,9	2,8	3,9	3,7
Total – Taux de croissance	2,8	0,9	2,6	1,4	2,6	2,8	2,5	2,9	3,0
Crédits aux sociétés non financières									
Investissement	563,0	568,0	581,7	569,3	581,7	579,9	584,4	583,9	584,5
Trésorerie	174,1	167,5	175,6	172,1	175,6	176,9	181,1	182,9	184,6
Autres objets	82,0	81,3	81,1	77,8	81,1	80,2	81,0	82,1	82,3
Total – Encours	819,1	816,7	838,4	819,3	838,4	836,9	846,6	848,9	851,4
Total – Taux de croissance	1,0	0,2	2,3	0,4	2,3	2,6	2,9	3,5	3,5
Crédits aux ménages									
Habitat	874,2	907,0	927,4	911,8	927,4	930,7	931,8	934,3	936,9
Trésorerie	160,4	157,3	159,5	157,6	159,5	158,4	157,4	158,3	159,0
Autres objets	92,1	92,3	91,5	93,1	91,5	90,8	89,6	89,4	89,3
Total – Encours	1 126,7	1 156,6	1 178,4	1 162,6	1 178,4	1 179,8	1 178,9	1 181,9	1 185,2
Total – Taux de croissance	2,3	2,5	2,2	2,6	2,2	2,4	2,1	2,4	2,4

Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)

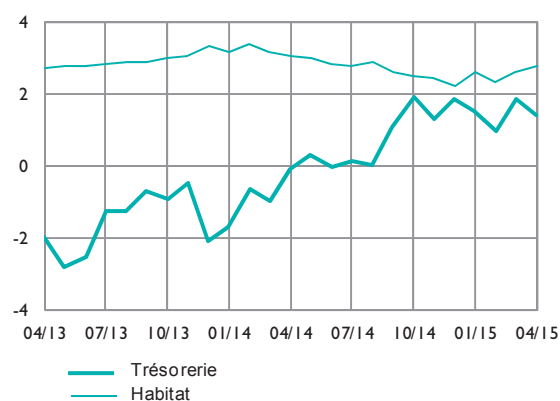


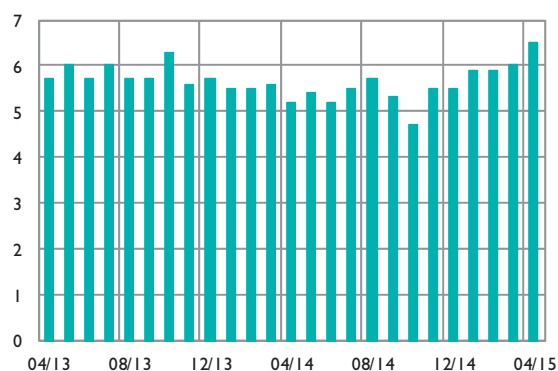
Figure 16
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2014			2015		
	fév.	mars	avril	fév.	mars	avril
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros ^{a)}	5,5	5,6	5,2	5,9	6,0	6,5
Crédits > 1 million d'euros ^{a)}	10,4	9,9	10,3	12,3	12,3	11,9
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	4,0	3,9	3,9	4,1	4,2	4,5
Crédits à l'habitat	11,7	8,9	9,3	14,5	15,7	16,7

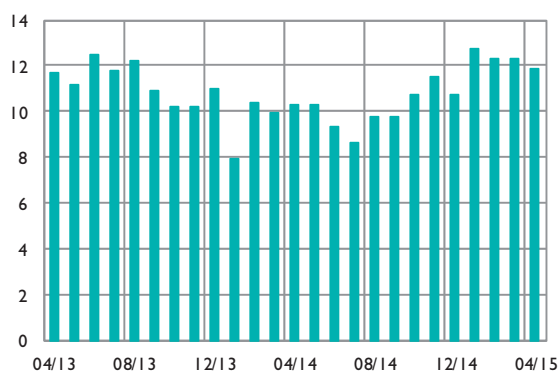
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



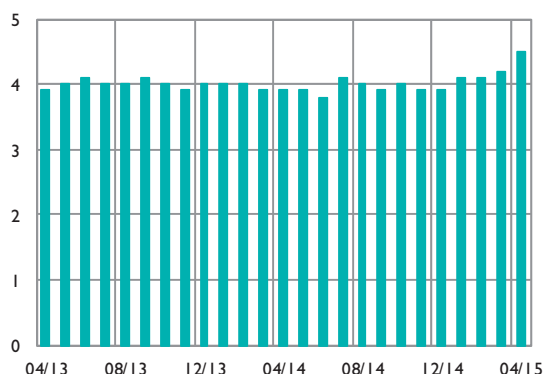
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



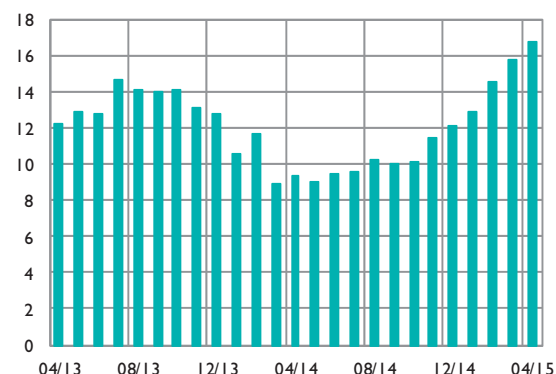
Ménages – Trésorerie

(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)

Zone euro						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013	2014				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-24,6	-22,3	-16,5	-13,7	-15,9	796,8
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	-14,0	-6,9	5,6	4,6	4,1	214,3
Titres de créance à court terme	-14,9	-13,7	-2,8	-5,4	-0,5	58,4
Titres de créance à long terme	145,9	133,1	131,3	130,9	136,7	3 474,2
Crédits	4,7	11,5	17,0	12,7	23,0	769,8
Actions et autres participations	88,1	120,3	121,7	140,5	150,7	3 412,0
dont actions cotées	4,2	5,1	9,8	6,3	13,2	392,6
Actifs nets résiduels	6,3	14,7	16,4	45,4	12,7	324,7
Financements						
Titres de créance	-1,2	-1,0	6,3	8,6	9,2	63,9
Crédits	6,1	5,2	8,1	22,5	20,5	376,2
Actions et autres participations	6,1	3,7	3,7	3,0	1,4	580,3
Provisions techniques d'assurance	193,0	205,1	235,7	250,4	273,7	7 320,5
Assurance-vie	156,5	171,4	198,8	213,4	234,1	6 205,6
Assurance-dommages	36,5	33,7	36,9	36,9	39,6	1 114,9
Solde des créances et dettes (B9B)	1,4	30,6	13,2	26,0	2,1	

(en milliards d'euros)

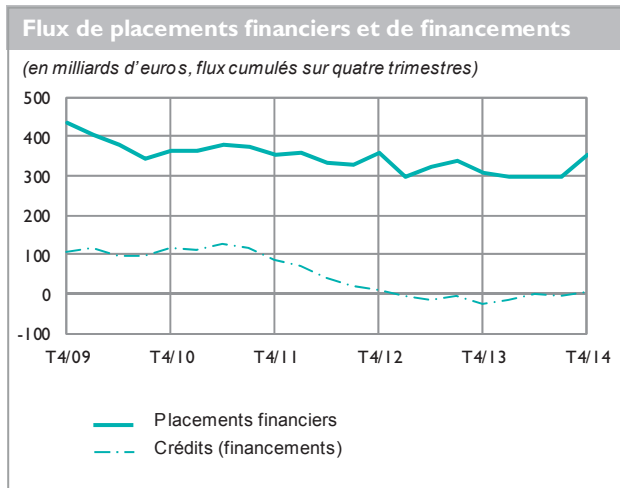
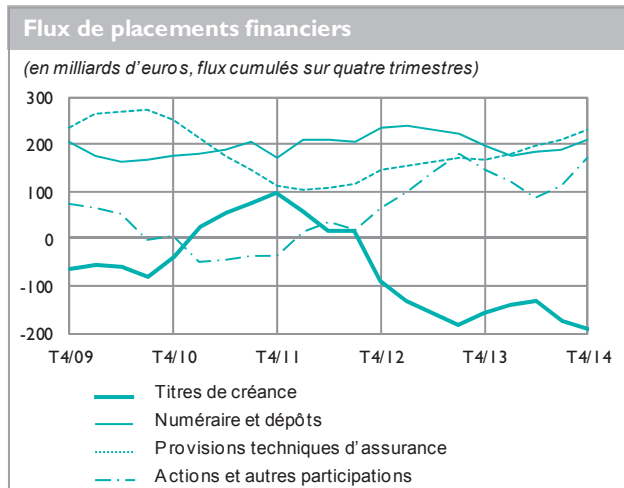
France						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013	2014				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	4,0	1,1	6,9	3,2	3,7	38,4
Titres de créance à court terme	-4,5	-9,3	-4,7	-6,5	-10,2	15,4
Titres de créance à long terme	67,4	47,0	37,3	21,7	32,4	1 430,7
Crédits	0,3	0,2	0,5	0,9	1,5	36,7
Actions et autres participations	-3,4	5,2	6,1	20,8	31,7	756,8
dont actions cotées	-1,2	-1,6	-1,9	-0,2	2,2	82,6
Actifs nets résiduels	-13,7	-10,6	-7,0	-4,9	-1,7	-34,2
Financements						
Titres de créance	1,5	1,3	1,9	1,3	3,7	15,9
Crédits	11,8	8,9	5,0	7,0	10,9	99,7
Actions et autres participations	1,6	1,2	1,2	1,0	0,4	117,9
Provisions techniques d'assurance	50,5	51,7	55,5	58,5	65,0	1 883,0
Assurance-vie et fonds de pension	38,3	38,7	42,2	45,1	50,2	1 592,9
Assurance-dommages	12,2	13,0	13,3	13,5	14,8	290,1
Solde des créances et dettes (B9B)	6,4	-7,0	-0,7	-7,2	6,4	

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
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	197,7	175,1	182,9	189,8	208,1	7 401,3
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	102,9	74,1	96,8	113,8	139,4	5 566,1
Titres de créance à court terme	-18,9	-14,0	-10,1	-7,2	-8,9	54,1
Titres de créance à long terme	-140,0	-128,5	-123,5	-168,2	-183,6	974,3
Actions et autres participations	144,6	119,9	86,5	113,4	172,9	5 252,2
Actions cotées	-10,8	-8,9	-20,6	7,4	23,6	831,4
Actions non cotées et autres participations	114,7	78,9	39,9	11,5	11,8	2 728,1
Titres d'OPC	40,7	49,8	67,2	94,5	137,4	1 692,8
dont titres d'OPC monétaires	-9,6	-12,7	-14,8	-14,1	-10,9	149,0
Provisions techniques d'assurance	166,4	180,1	194,3	207,2	230,3	6 894,2
Actifs nets résiduels	-44,1	-38,4	-34,5	-40,0	-64,7	-134,9
Financements						
Crédits	-25,4	-15,1	-0,2	-4,6	4,1	6 171,3
dont crédits des IFM de la zone euro	-4,2	-4,5	-33,6	-26,1	-14,1	5 208,4
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	413,4	571,0	701,6	401,4	109,8	
Provisions techniques d'assurance	-6,5	74,1	139,5	243,3	289,7	
Autres flux	7,5	59,4	87,9	68,9	63,2	
Variation de la valeur financière nette	745,4	1 013,7	1 224,7	1 013,2	812,7	



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales

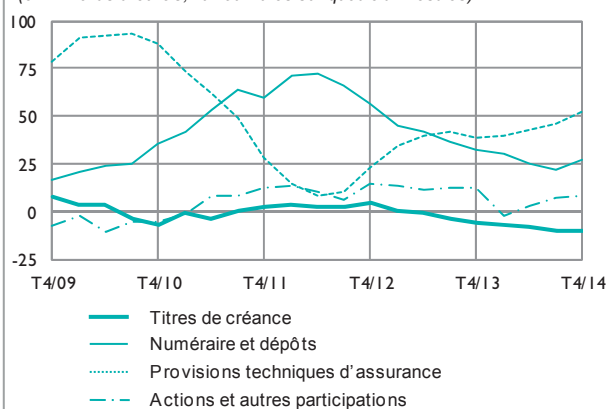
Figure 19
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013	2014				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	32,6	30,1	25,3	22,1	26,7	1 328,4
Titres de créance à court terme	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,1	18,6
Titres de créance à long terme	-5,9	-6,9	-8,1	-10,0	-10,9	60,2
Actions et autres participations	12,6	-2,8	2,7	6,9	7,9	1 260,6
Actions cotées	-4,8	-4,8	-3,5	0,5	6,4	192,6
Actions non cotées et autres participations	23,6	19,6	20,3	13,9	10,6	770,2
Titres d'OPC	-6,1	-17,6	-14,2	-7,5	-9,0	297,9
dont titres d'OPC monétaires	-5,5	-6,4	-6,1	-6,0	-3,9	13,9
Provisions techniques d'assurance	39,0	39,8	43,2	46,4	52,4	1 694,3
Actifs nets résiduels	23,2	42,8	43,0	41,9	33,5	87,0
Financements						
Crédits	23,0	23,1	23,8	20,6	21,5	1 196,3
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	75,1	81,8	118,3	46,5	13,6	
Provisions techniques d'assurance	17,3	22,0	27,8	18,1	11,4	
Autres flux	1,3	3,4	2,4	-17,5	4,1	
Variation de la valeur financière nette	171,7	186,9	230,8	133,8	117,4	

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)

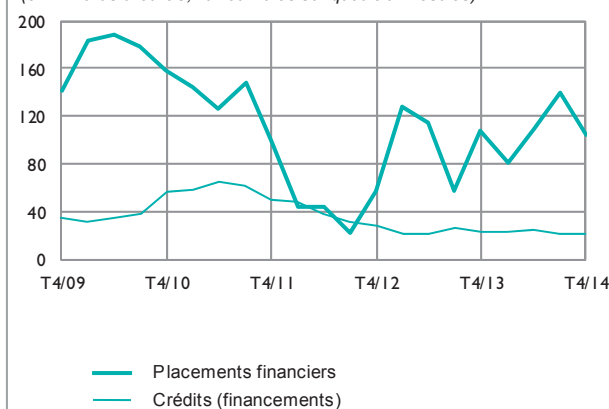


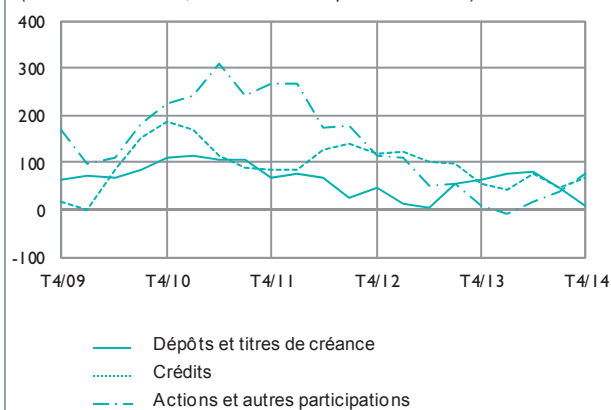
Figure 20
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013	2014				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	87,9	86,4	93,7	70,2	40,1	2 234,4
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	102,1	91,6	99,6	101,6	68,2	1 857,8
Titres de créance	-26,3	-9,6	-15,1	-22,3	-30,3	285,9
Crédits	56,4	43,8	77,8	46,4	69,1	3 727,8
Actions et autres participations	8,7	-8,6	16,5	39,4	75,5	8 994,8
Provisions techniques d'assurance	-3,0	-4,1	-3,2	-2,2	5,5	202,1
Actifs nets résiduels	165,9	158,6	143,3	118,2	137,8	435,7
Financements						
Endettement	-3,1	1,2	74,9	7,8	85,6	10 785,0
Crédits	-89,7	-74,6	0,0	-45,3	53,6	9 234,3
dont crédits des IFM de la zone euro	-133,2	-137,0	-103,1	-89,3	-59,8	4 270,6
Titres de créance	82,4	71,3	70,9	49,1	27,7	1 186,7
Réserves de fonds de pension	4,2	4,4	4,1	4,0	4,4	364,0
Actions et autres participations	277,5	218,8	203,8	202,7	189,2	14 582,0
Actions cotées	33,3	25,2	28,3	57,1	71,9	4 619,1
Actions non cotées et autres participations	244,2	193,6	175,5	145,6	117,3	9 962,9
Solde des créances et dettes (B9B)	15,3	46,5	34,3	39,3	22,8	

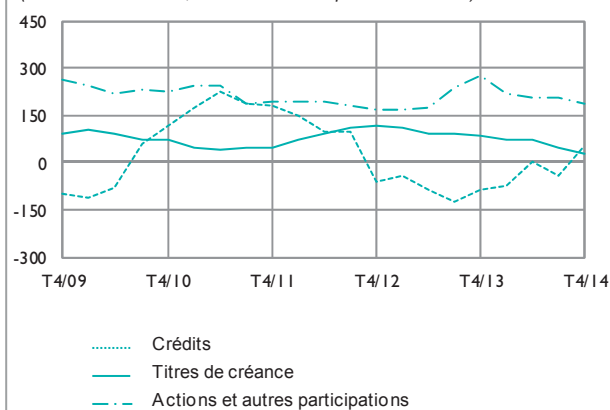
Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales

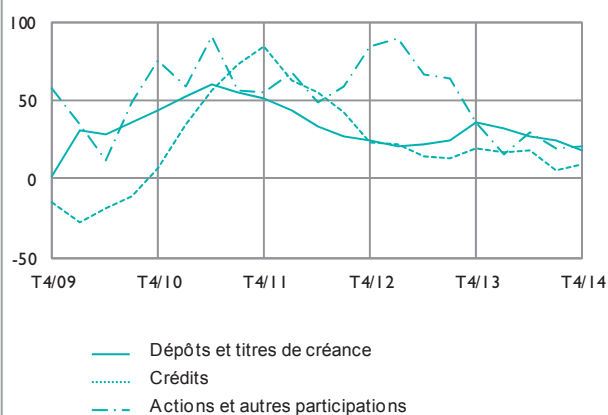
Figure 21
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013	2014				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	45,3	33,8	31,7	26,6	21,4	477,5
Titres de créance	-9,8	-1,6	-5,4	-1,7	-3,3	55,5
Crédits	19,1	16,8	18,0	5,5	9,6	1 121,5
Actions et autres participations	36,3	14,8	29,3	19,0	20,5	3 593,8
Provisions techniques d'assurance	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	48,2
Actifs nets résiduels	-13,8	6,4	24,4	24,5	31,5	176,1
Financements						
Endettement	45,4	43,3	68,8	51,9	50,3	2 636,4
Crédits	25,5	15,4	17,8	3,8	0,1	2 055,0
Titres de créance	19,9	27,9	51,1	48,1	50,3	581,4
Actions et autres participations	68,5	68,2	75,1	69,8	76,6	4 924,4
Actions cotées	9,6	12,6	16,0	10,0	17,1	1 392,1
Actions non cotées et autres participations	58,9	55,6	59,1	59,8	59,5	3 532,3
Solde des créances et dettes (B9B)	-36,7	-41,1	-46,0	-47,8	-47,0	

Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)

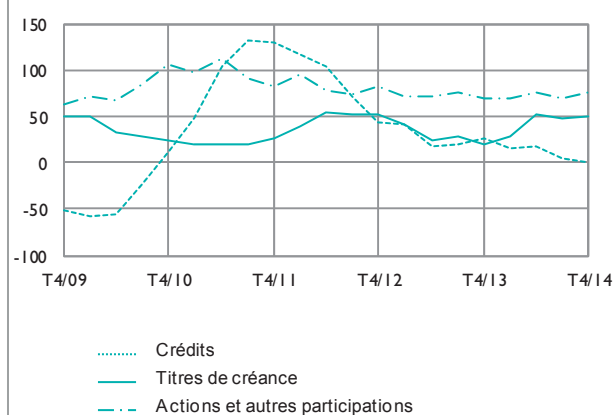


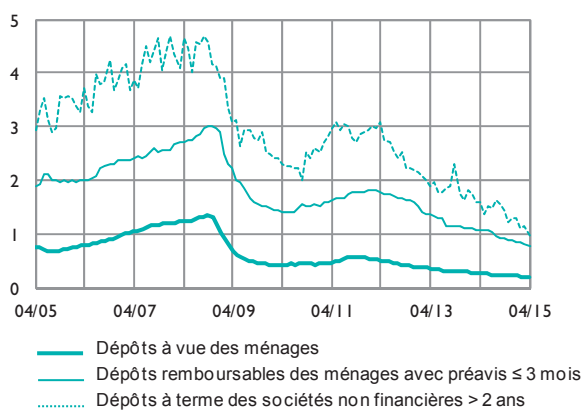
Figure 22
Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2013	2014	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,29	0,22	0,27	0,22	0,21	0,20	0,18	0,17
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,11	0,86	1,06	0,86	0,84	0,82	0,80	0,77
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	1,63	1,29	1,60	1,29	1,28	1,09	1,14	0,95
France								
Livret A (fin de période)	1,25	1,00	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Livrets à taux réglementés	1,29	1,05	1,28	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Dépôts à terme ≤ 2 ans	1,97	1,92	1,93	1,92	1,80	1,38	1,29	1,21
Dépôts à terme > 2 ans	2,91	2,79	2,92	2,79	2,76	2,89	2,77	2,78

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

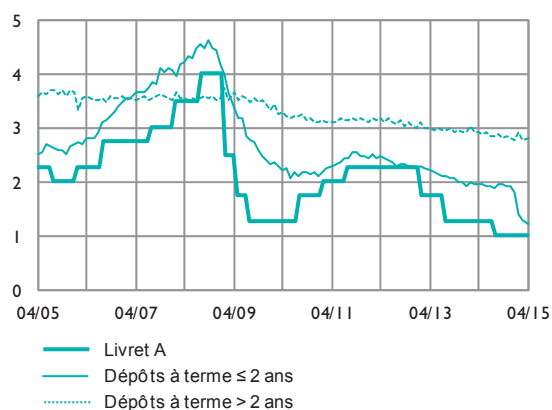
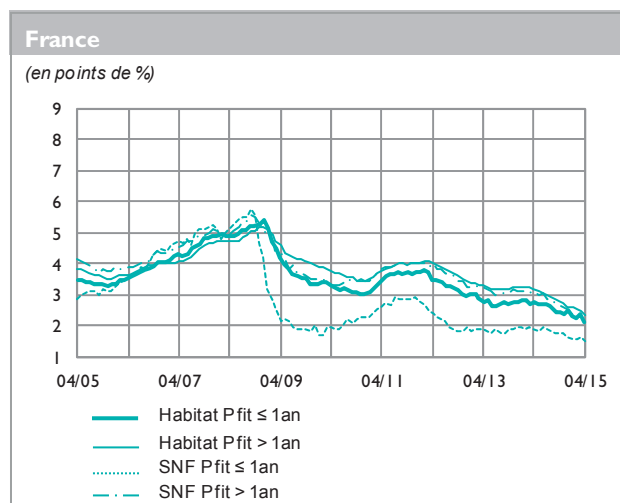
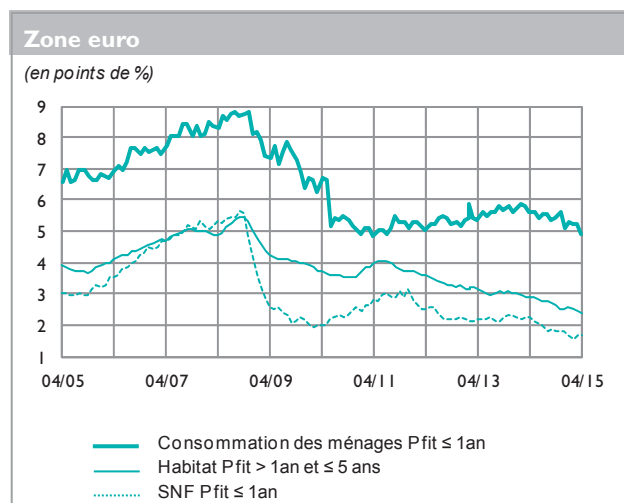


Figure 23
Taux d'intérêt des crédits bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2014								2015			
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an ^{a)}	5,62	5,45	5,55	5,55	5,37	5,42	5,60	5,07	5,30	5,23	5,20	4,92
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans ^{a)}	2,87	2,85	2,75	2,74	2,69	2,63	2,53	2,52	2,54	2,47	2,45	2,40
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,11	2,09	1,99	1,83	1,87	1,80	1,78	1,82	1,70	1,57	1,69	1,65
France												
Consommation des ménages	5,58	5,43	5,25	5,35	5,21	5,02	5,16	4,97	5,06	4,96	4,85	4,62
Habitat												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,67	2,68	2,65	2,62	2,42	2,40	2,34	2,47	2,28	2,20	2,38	2,10
Pfit > 1 an ^{a)}	3,12	3,05	2,96	2,89	2,85	2,77	2,70	2,61	2,57	2,53	2,43	2,33
SNF												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	1,80	1,94	1,85	1,83	1,76	1,75	1,71	1,64	1,55	1,53	1,64	1,46
Pfit > 1 an ^{a)}	3,00	3,03	2,86	2,86	2,71	2,66	2,56	2,49	2,32	2,32	2,31	2,18



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 ^{er} jour de la période indiquée	2014		2015	
	juil.	oct.	janv.	avril
Prêts aux particuliers entrant dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (prêts immobiliers)				
Prêts à taux fixe	5,11	4,85	4,57	4,49
Prêts à taux variable	4,71	4,53	4,15	4,09
Prêts relais	5,27	5,19	4,92	4,73
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)				
Prêts d'un montant inférieur à 3 000 €	20,35	20,28	20,25	20,23
Prêts d'un montant compris entre 3 000 € et 6 000 €	14,81	14,59	14,37	14,15
Prêts d'un montant supérieur à 6 000 €	9,79	9,47	9,21	9,04

	2014				2015
	janv.	avril	juil.	oct.	janv.
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	3,10	3,17	2,93	3,13	2,85
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,63	4,30	4,14	3,53	3,07
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	3,25	3,40	3,70	3,17	3,10
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,40	2,81	2,41	2,27	2,50
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,76	1,87	1,55	1,25	1,54
> 1 524 490 €	1,00	1,23	1,06	0,92	0,75
Découvert					
≤ 15 245 €	9,98	9,80	9,86	9,92	9,65
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,82	6,47	6,52	6,42	6,77
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	5,52	5,48	4,92	4,63	5,27
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	4,16	3,74	3,36	3,54	3,89
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,41	2,13	2,32	1,90	2,45
> 1 524 490 €	1,34	1,25	1,21	1,26	1,44
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,47	3,35	3,36	3,14	2,91
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,10	2,99	3,08	2,88	2,42
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,64	2,49	2,77	2,70	2,41
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,40	2,58	2,38	2,20	2,13
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,70	1,80	1,77	1,43	1,61
> 1 524 490 €	1,92	1,93	1,95	1,72	1,45
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,20	3,06	2,98	2,67	2,42
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,89	2,78	2,68	2,43	2,23
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,92	2,84	2,68	2,44	2,17
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,96	2,88	2,75	2,52	2,27
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,90	2,89	2,65	2,38	2,18
> 1 524 490 €	2,44	2,59	2,30	2,14	1,96

Source : Banque de France

Réalisé le 23 juin 2015

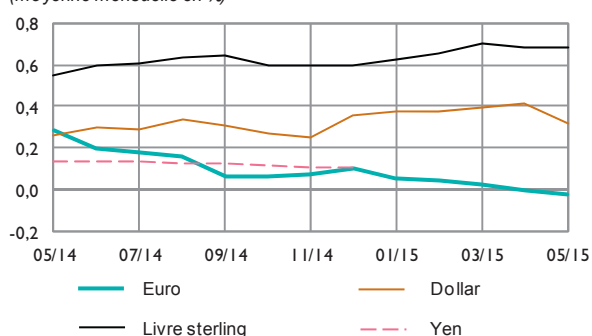
Figure 25
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle ^{a)}										Taux directeurs au 19/06/15
	2014					2015					
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											0,05
Au jour le jour	0,04	0,00	0,00	0,00	-0,05	-0,06	-0,05	-0,10	-0,08	-0,11	
À 3 mois	0,16	0,06	0,06	0,07	0,10	0,05	0,05	0,03	0,00	-0,02	
À 1 an	0,47	0,36	0,34	0,40	0,39	0,37	0,29	0,26	0,21	0,20	
Livre sterling											0,50
Au jour le jour	0,46	0,48	0,49	0,47	0,47	0,48	0,48	0,48	0,48	0,49	
À 3 mois	0,64	0,64	0,59	0,60	0,59	0,62	0,65	0,70	0,68	0,68	
À 1 an	1,15	1,13	1,06	1,02	0,97	0,97	1,01	1,01	1,04	1,06	
Dollar											0,25
Au jour le jour	0,17	0,15	0,17	0,14	0,15	0,18	0,18	0,15	0,16	0,18	
À 3 mois	0,33	0,31	0,27	0,25	0,35	0,37	0,38	0,40	0,42	0,31	
À 1 an	0,67	0,70	0,63	0,63	0,70	0,78	0,90	0,94	0,91	0,86	
Yen											0,10
Au jour le jour	ND	0,05	0,04	0,04	0,04	ND	ND	ND	ND	ND	
À 3 mois	ND	0,12	0,11	0,11	0,11	ND	ND	ND	ND	ND	
À 1 an	0,22	0,23	0,18	0,18	0,18	0,19	0,20	0,22	0,20	0,19	
Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}											
France	1,41	1,35	1,26	1,14	0,92	0,67	0,60	0,51	0,44	0,89	
Allemagne	1,02	1,00	0,88	0,79	0,65	0,44	0,35	0,26	0,16	0,59	
Zone euro	1,99	1,85	1,69	1,62	1,45	1,27	1,21	0,96	0,85	1,34	
Royaume-Uni	2,46	2,49	2,23	2,13	1,87	1,54	1,67	1,69	1,63	1,93	
États-Unis	2,42	2,52	2,29	2,32	2,20	1,87	1,97	2,04	1,93	2,20	
Japon	0,51	0,54	0,49	0,47	0,39	0,27	0,38	0,38	0,33	0,41	

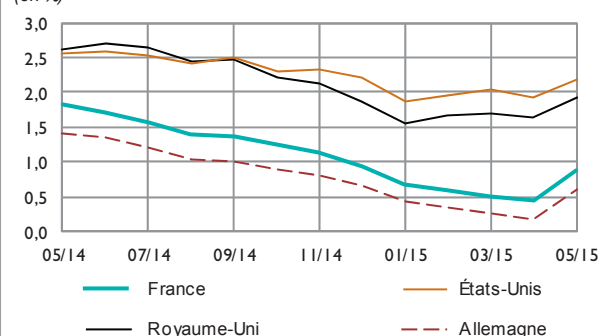
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}

(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 11 mars au 21 avril 2015)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	795,7	68,6	727,1
Opération principale de refinancement	118,9		118,9
Opération de refinancement à plus long terme	386,1		386,1
Facilités permanentes	0,2	68,6	-68,4
Autres opérations	290,6	0,0	290,6
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	620,9	1 086,1	-465,3
Billets en circulation		1 015,9	-1 015,9
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		70,2	-70,2
Réserves nettes de change (y compris l'or)	625,9		625,9
Autres facteurs (net)	-5,1		-5,1
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			261,8
dont réserves obligatoires			110,6

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11 mars au 21 avril 2015)

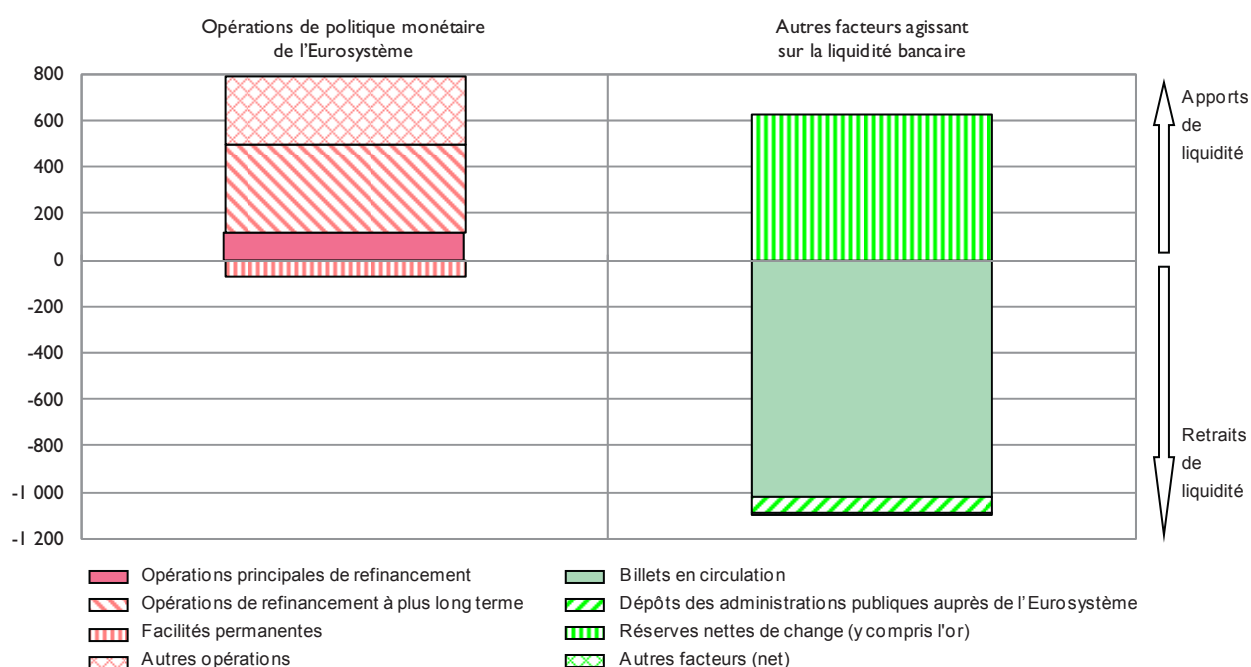


Figure 27
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

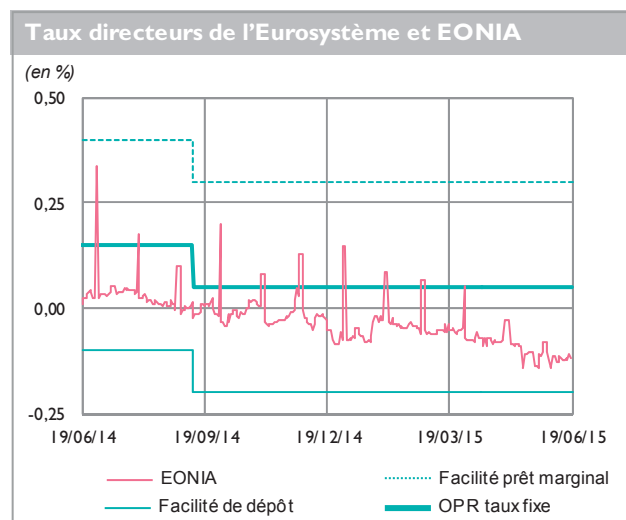
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilités permanentes			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/11/13	13/11/13	0,25	07/11/13	13/11/13	0,00	0,75
05/06/14	11/06/14	0,15	05/06/14	11/06/14	-0,10	0,40
04/09/14	10/09/14	0,05	04/09/14	10/09/14	-0,20	0,30

(en %)

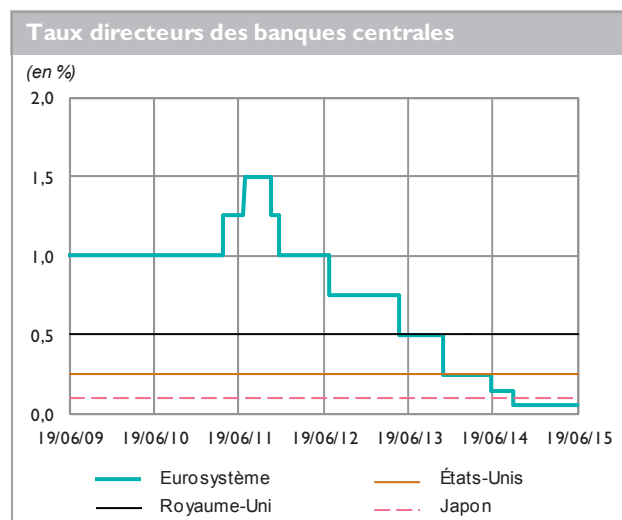
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2015	13 mai ^{a)}	0,05	0,05	2015	12 juin	0,05
	20 mai	0,05	0,05		15 juin	0,05
	27 mai	0,05	0,05		16 juin	0,05
	3 juin	0,05	0,05		17 juin	0,05
	10 juin	0,05	0,05		18 juin	0,05
	17 juin	0,05	0,05		19 juin	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 11 novembre	105,70	20,00	188,30	34,20	82,80	14,20	0,05	
9 décembre	106,50	20,00	185,40	33,70	79,00	13,70	0,05	
2015 27 janvier	106,30	19,90	236,30	36,40	130,10	16,60	0,05	
10 mars	107,50	20,10	225,30	33,10	117,80	13,00	0,05	
21 avril	110,60	20,50	261,80	35,10	151,30	14,60	0,05	
9 juin	110,30	20,10	303,40	43,50	193,10	23,40	0,05	



a) Appel d'offres à taux fixe



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 23 juin 2015

Figure 28
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
21/03/15 au 27/03/15	7,67	225,67	133
28/03/15 au 03/04/15	16,53	221,85	133
04/04/15 au 10/04/15	12,12	222,11	131
11/04/15 au 17/04/15	11,83	223,43	131
18/04/15 au 24/04/15	9,04	223,82	131
25/04/15 au 01/05/15	13,18	224,52	134
02/05/15 au 08/05/15	17,14	221,70	133
09/05/15 au 15/05/15	11,30	220,29	135
16/05/15 au 22/05/15	11,76	220,31	133
23/05/15 au 29/05/15	15,17	219,63	134
30/05/15 au 05/06/15	14,12	217,80	134
06/06/15 au 12/06/15	6,01	215,13	134
13/06/15 au 19/06/15	7,72	210,05	134

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
21/03/15 au 27/03/15	7,00	64,35	106
28/03/15 au 03/04/15	9,03	62,39	104
04/04/15 au 10/04/15	16,59	67,10	104
11/04/15 au 17/04/15	5,49	59,61	106
18/04/15 au 24/04/15	9,86	64,21	107
25/04/15 au 01/05/15	6,90	65,83	107
02/05/15 au 08/05/15	14,30	68,90	108
09/05/15 au 15/05/15	8,05	68,14	108
16/05/15 au 22/05/15	10,82	65,76	108
23/05/15 au 29/05/15	7,37	66,20	107
30/05/15 au 05/06/15	4,10	64,25	108
06/06/15 au 12/06/15	12,88	67,20	108
13/06/15 au 19/06/15	7,01	63,51	108

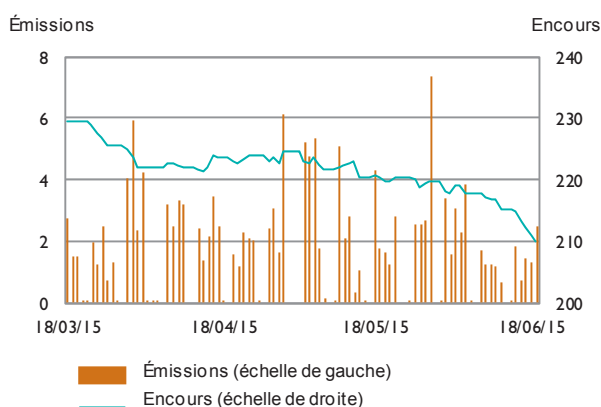
Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
21/03/15 au 27/03/15	0,09	57,49	113
28/03/15 au 03/04/15	0,28	57,47	112
04/04/15 au 10/04/15	0,18	57,17	112
11/04/15 au 17/04/15	1,74	58,62	113
18/04/15 au 24/04/15	0,55	57,58	114
25/04/15 au 01/05/15	0,74	57,78	114
02/05/15 au 08/05/15	0,69	57,56	114
09/05/15 au 15/05/15	0,06	57,59	114
16/05/15 au 22/05/15	0,41	57,76	115
23/05/15 au 29/05/15	0,43	58,07	116
30/05/15 au 05/06/15	0,73	58,56	117
06/06/15 au 12/06/15	0,56	58,94	117
13/06/15 au 19/06/15	0,12	58,76	117

a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

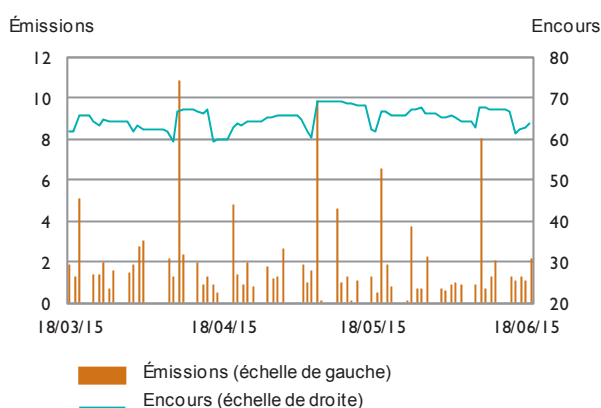
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



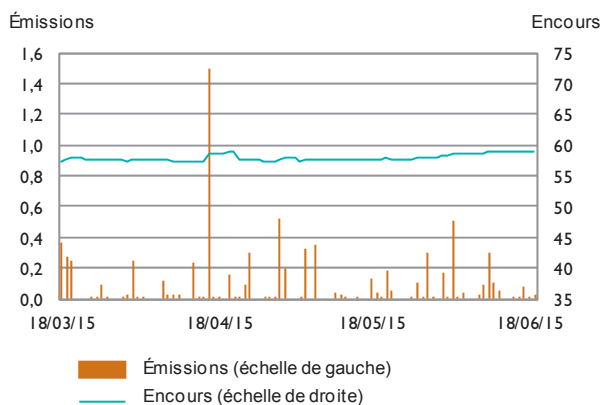
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Réalisé le 23 juin 2015

Figure 29
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



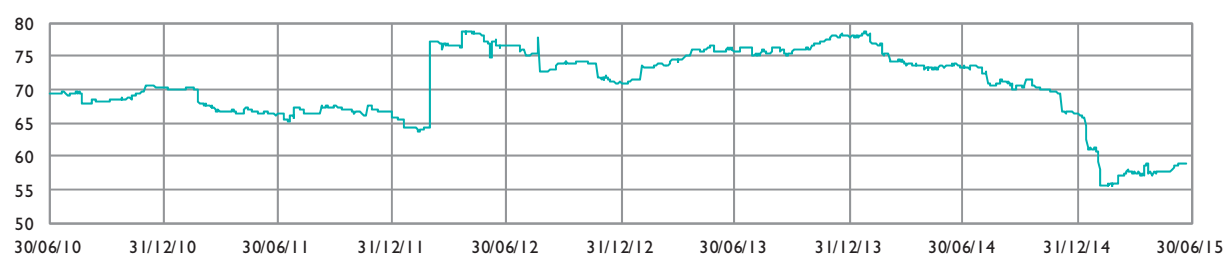
Billets de trésorerie

(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 23 juin 2015

Figure 30
Titres d'OPC – France

(en milliards d'euros)

	2014			2015
	juin	sept.	déc.	avril
Actif net des OPC par catégories				
OPC monétaires	308,41	303,90	288,90	331,12
OPC obligations	229,69	236,13	240,07	
OPC actions	286,02	283,92	282,55	
OPC diversifiés	283,91	288,99	290,11	
OPC de fonds alternatifs	12,77	12,72	12,34	
OPC garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	38,10	36,74	36,11	

Actif net des OPC monétaires

(en milliards d'euros)

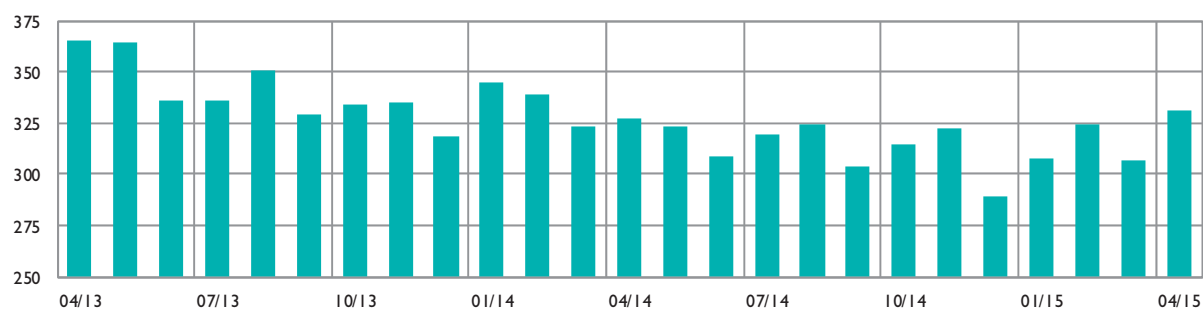


Figure 3 I
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

en milliards d'euros

	Encours ^{a)}		Émissions nettes ^{b)}			
	2014	2015	Cumul 12 mois	2015		
	avril ^{c)}	avril ^{c)}		fév. ^{c)}	mars ^{c)}	avril ^{c)}
Titres de dette des résidents français						
Total	3 426,9	3 475,3	48,4	2,1	29,5	3,0
Sociétés non financières	516,7	563,3	46,6	8,2	3,4	4,3
court terme (≤ 1 an)	43,1	55,5	12,4	1,8	0,3	3,8
long terme (> 1 an)	473,6	507,9	34,3	6,4	3,1	0,5
Administrations publiques	1 660,0	1 721,7	61,7	-0,4	26,2	-3,6
court terme (≤ 1 an)	218,0	200,0	-18,0	-1,8	10,1	-9,1
long terme (> 1 an)	1 442,0	1 521,6	79,7	1,4	16,2	5,4
Institutions financières monétaires ^{d)}	1 122,8	1 069,3	-53,5	-6,0	-0,9	0,0
court terme (≤ 1 an)	253,7	214,9	-38,8	-9,7	-5,3	0,5
long terme (> 1 an) ^{d)}	869,1	854,4	-14,7	3,7	4,4	-0,4
Institutions financières non monétaires ^{e)}	127,3	120,9	-6,4	0,2	0,8	2,2

(en milliards d'euros)

en milliards d'euros)

	Encours ^{f)}		Émissions nettes ^{b)}			Émissions brutes ^{g)}	Rachats ^{g)}
	2014	2015	Cumul 12 mois	2015		Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	avril	avril		mars	avril		
Actions françaises cotées							
Total	1 653,4	1 901,6	22,8	1,8	1,4	33,7	11,0
Sociétés non financières	1 422,9	1 639,7	21,2	1,4	1,5	32,2	11,0
Institutions financières monétaires	158,3	176,6	1,1	0,0	0,0	1,1	0,0
Institutions financières non monétaires	72,2	85,4	0,4	0,4	-0,2	0,4	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

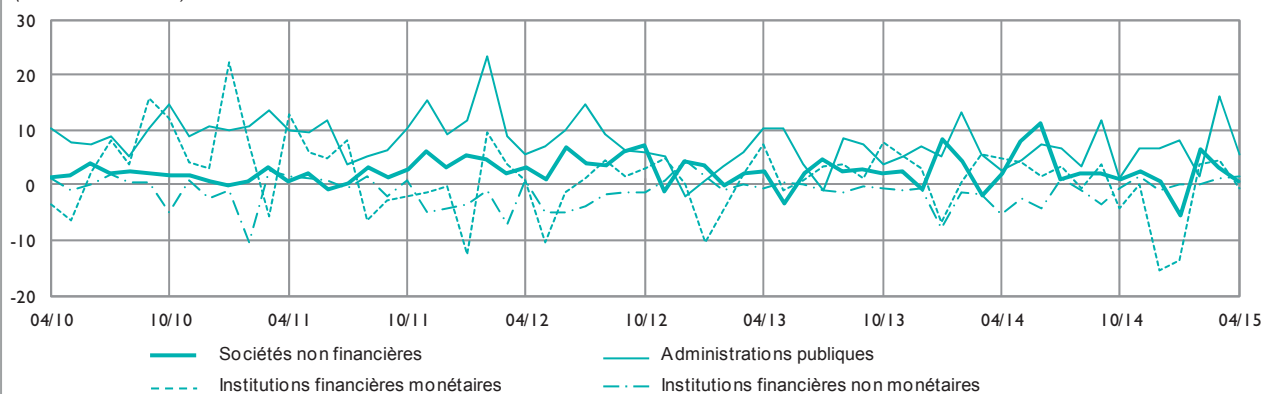
f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

g) Données non cvs

Figure 32
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

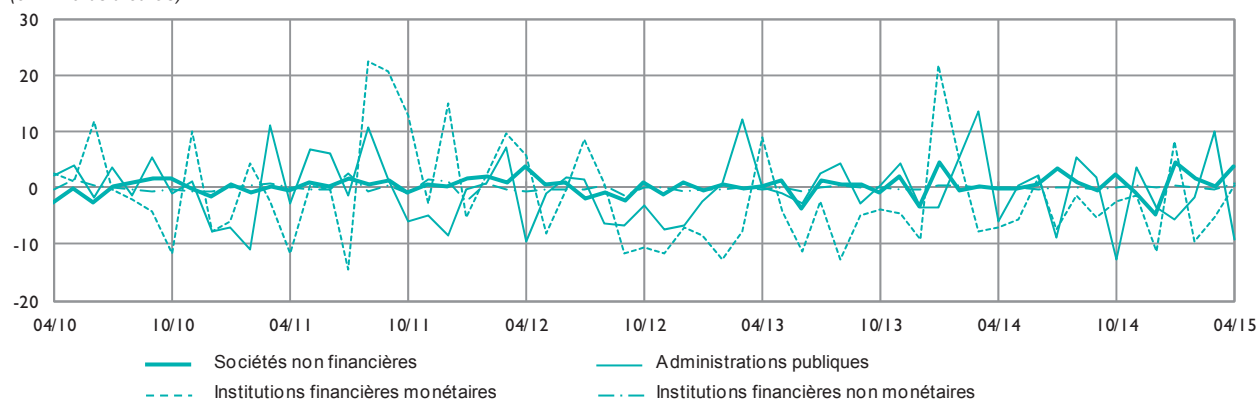
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(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)

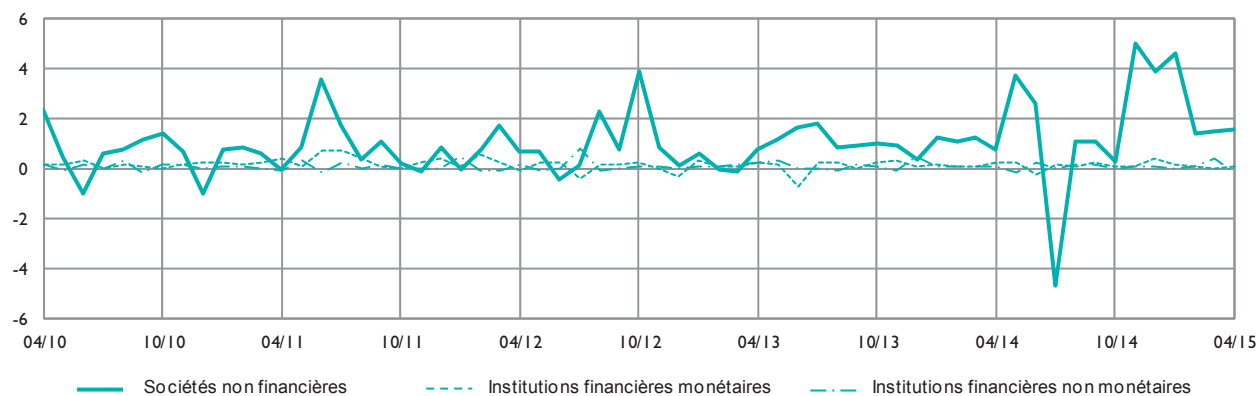


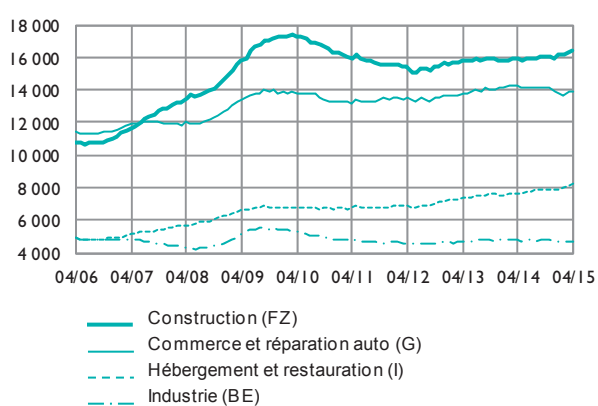
Figure 33
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

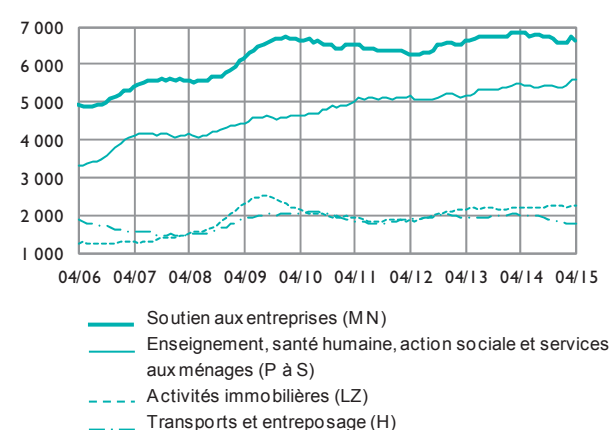
	2014									2015			
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 403	1 394	1 402	1 373	1 372	1 372	1 383	1 420	1 405	1 376	1 345	1 349	1 332
Industrie (BE)	4 766	4 717	4 749	4 756	4 734	4 770	4 741	4 749	4 635	4 617	4 647	4 713	4 694
Construction (FZ)	15 854	15 805	15 905	15 942	15 936	15 991	16 027	16 039	15 922	16 137	16 115	16 331	16 363
Commerce et réparation auto (G)	14 267	14 134	14 115	14 089	14 077	14 131	14 071	14 086	13 846	13 799	13 667	13 919	13 850
Transports et entreposage (H)	2 005	2 000	1 984	1 992	1 982	1 950	1 881	1 867	1 802	1 809	1 766	1 781	1 789
Hébergement et restauration (I)	7 646	7 639	7 729	7 783	7 812	7 835	7 843	7 844	7 817	7 914	7 994	8 175	8 192
Information et communication (JZ)	1 631	1 614	1 598	1 550	1 550	1 567	1 555	1 540	1 489	1 478	1 486	1 488	1 464
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 233	1 261	1 282	1 257	1 266	1 285	1 292	1 296	1 269	1 287	1 284	1 304	1 294
Activités immobilières (LZ)	2 175	2 190	2 195	2 215	2 209	2 213	2 222	2 249	2 228	2 244	2 199	2 245	2 224
Soutien aux entreprises (MN)	6 818	6 816	6 750	6 783	6 799	6 758	6 726	6 699	6 563	6 585	6 588	6 713	6 625
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 474	5 448	5 418	5 393	5 391	5 438	5 446	5 451	5 399	5 402	5 448	5 605	5 595
Secteur inconnu	109	106	104	109	113	113	119	121	126	139	142	152	175
Total des secteurs	63 381	63 124	63 231	63 242	63 241	63 423	63 306	63 361	62 501	62 787	62 681	63 775	63 597

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)

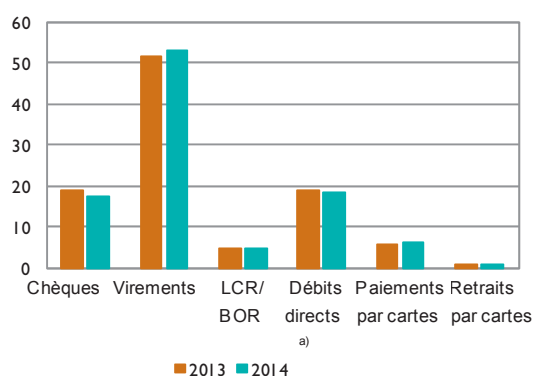
	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					mars	avril	mai	Part
Chèques	5 478	4 947	3 986	3 662	3 427	3 812	3 383	16,0
Virements	9 646	10 167	10 827	11 185	11 400	12 956	11 336	53,8
dont virements SEPA	2 555	4 130	5 967	10 701	11 400	12 956	11 336	53,8
LCR/BOR	1 142	1 079	981	964	856	958	898	4,3
Prélèvements	1 938	2 004	2 048	1 868	1 791	2 265	1 797	8,5
TIP	130	131	129	125	72	83	121	0,6
Télérèglements	1 343	1 491	1 766	1 872	1 540	2 008	2 108	10,0
Paielements par cartes	1 085	1 152	1 200	1 248	1 205	1 328	1 288	6,1
Retraits par cartes	145	146	147	149	141	156	156	0,7
Total	20 907	21 116	21 085	21 073	20 430	23 566	21 087	100,0

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					mars	avril	mai	Part
Chèques	9 112	8 588	8 040	7 555	6 850	7 580	6 660	12,3
Virements	7 549	7 593	7 722	7 927	8 262	8 835	7 813	14,4
dont virements SEPA	1 400	2 154	3 641	7 608	8 262	8 835	7 813	14,4
LCR/BOR	303	291	281	277	262	298	275	0,5
Prélèvements	8 502	8 680	8 737	8 603	8 796	11 324	7 984	14,7
TIP	342	320	301	280	211	219	236	0,4
Télérèglements	76	101	127	150	79	178	194	0,4
Paielements par cartes	22 969	24 489	25 868	27 405	26 915	29 511	28 680	52,8
Retraits par cartes	2 422	2 407	2 397	2 409	2 311	2 503	2 487	4,6
Total	51 275	52 469	53 472	54 607	53 686	60 448	54 330	100,0

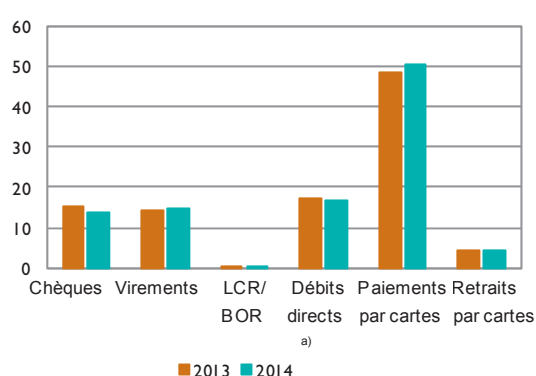
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(%des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(%des volumes échangés)



a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les téléchèques

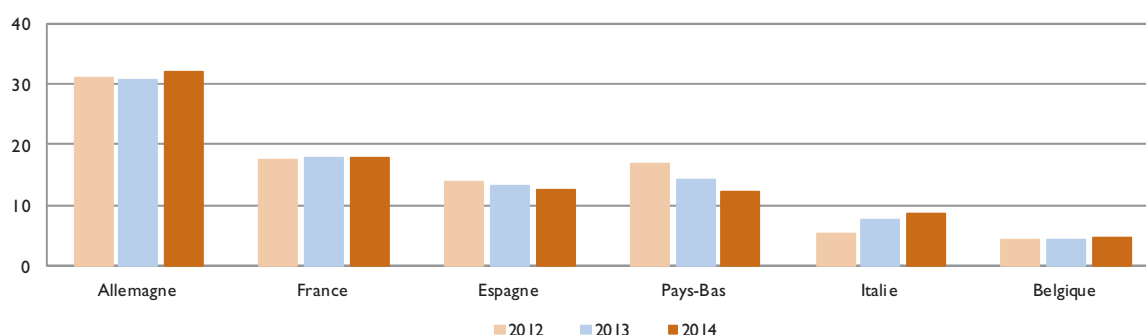
Figure 35
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					mars	avril	mai	Part
France	398	431	343	340	331	336	321	17,1
Allemagne	818	764	594	615	687	675	631	33,5
Autriche	27	25	21	29	29	28	26	1,4
Belgique	106	104	84	86	90	89	80	4,3
Chypre	2	3	1	1	0	0	0	0,0
Espagne	367	345	255	244	260	255	222	11,8
Estonie	1	1	1	1	1	1	0	0,0
Finlande	47	85	39	39	45	46	37	2,0
Grèce	23	20	34	26	22	26	22	1,2
Irlande	21	17	15	15	14	13	13	0,7
Italie	129	128	147	162	172	163	149	7,9
Lettonie	–	–	–	1	1	1	1	0,0
Lituanie	–	–	–	0	1	1	1	0,0
Luxembourg	57	70	67	68	75	71	69	3,7
Malte	0	1	0	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas ^{a)}	308	412	272	232	223	234	237	12,6
Portugal	22	14	11	11	12	12	13	0,7
Slovaquie	3	3	2	3	2	2	2	0,1
Slovénie	2	3	2	3	3	3	3	0,2
EPM-BCE	36	35	29	39	42	43	41	2,2
Total TARGET2 zone euro ^{b)}	2 368	2 462	1 918	1 916	2 011	2 001	1 867	99,3
Hors zone euro	17	15	17	15	14	14	14	0,7
Total TARGET2 Union européenne ^{b)}	2 385	2 477	1 935	1 931	2 025	2 015	1 881	100,0
Euro I ^{c)}	249	226	191	186	214	206	203	

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.

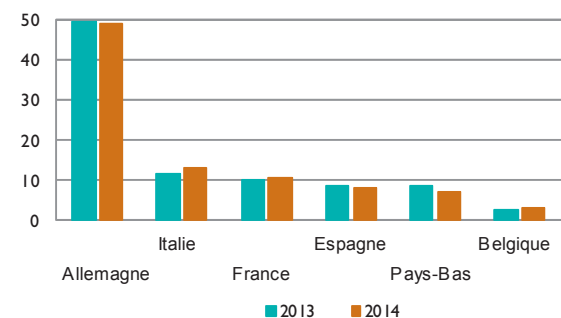
Figure 36
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					mars	avril	mai	Part
France	34 139	33 830	35 753	36 791	38 118	38 656	35 147	10,0
Allemagne	172 884	175 611	179 655	172 560	175 942	184 077	172 089	49,0
Autriche	6 294	6 711	4 719	4 525	4 533	4 855	4 650	1,3
Belgique	10 265	9 955	9 322	10 169	9 384	10 247	9 811	2,8
Chypre	515	613	872	544	500	480	482	0,1
Espagne	29 509	29 760	30 105	28 420	30 509	30 975	29 646	8,4
Estonie	329	360	417	616	1 229	1 387	1 258	0,4
Finlande	1 571	1 611	1 596	1 620	1 624	1 649	1 547	0,4
Grèce	5 861	4 335	4 292	3 322	3 271	3 351	3 347	1,0
Irlande	4 376	4 012	3 589	3 590	3 524	3 735	3 514	1,0
Italie	33 643	34 837	40 711	45 147	47 204	47 783	45 053	12,8
Lettonie	–	–	–	1 397	1 188	1 987	1 274	0,4
Lituanie	–	–	–	424	317	334	313	0,1
Luxembourg	3 229	3 509	4 398	4 880	5 747	5 780	5 301	1,5
Malte	72	157	236	299	196	239	247	0,1
Pays-Bas ^{a)}	32 490	33 144	31 300	25 040	23 297	24 272	22 801	6,5
Portugal	4 165	4 166	4 276	4 751	4 561	4 564	4 535	1,3
Slovaquie	730	1 090	1 255	1 004	924	951	924	0,3
Slovénie	3 039	2 786	2 697	2 780	2 670	2 805	2 670	0,8
EPM-BCE	379	553	590	679	662	690	680	0,2
Total TARGET2 zone euro^{b)}	343 488	347 040	355 785	348 560	355 399	368 816	345 291	98,3
Hors zone euro	5 017	7 145	7 313	5 703	6 091	6 496	6 086	1,7
Total TARGET2 Union européenne^{b)}	348 505	354 185	363 099	354 263	361 490	375 312	351 377	100,0
Euro I^{c)}	242 499	260 135	251 518	228 655	228 447	239 525	222 571	

Parts de marché de chaque place
dans le système TARGET2 de l'Union européenne

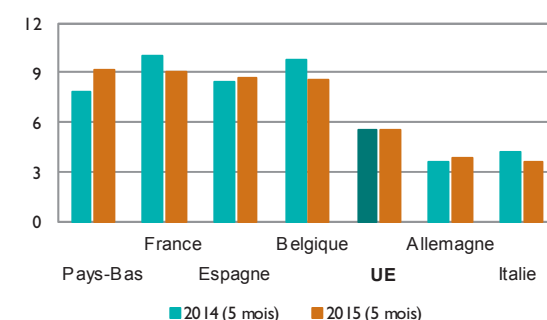
(% des volumes échangés)



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.

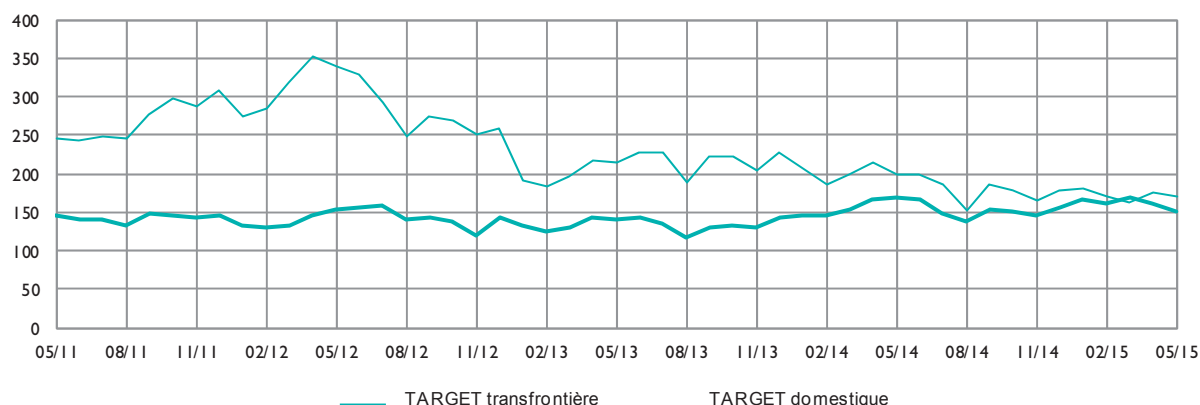
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					mars	avril	mai	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France ^{b)}								
Titres français négociables	81,6	127,4	109,8	65,0	59,6	61,9	63,1	29,7
Créances privées	146,4	189,9	180,7	148,8	45,8	49,8	47,8	22,5
Titres mobilisés via le CCBM	60,5	53,7	63,7	68,5	95,7	101,9	96,6	45,5
Autres titres étrangers ^{c)}	3,5	2,7	3,4	4,6	4,7	4,8	4,7	2,2
Total	292,0	373,8	357,6	286,9	205,8	218,4	212,2	100,0

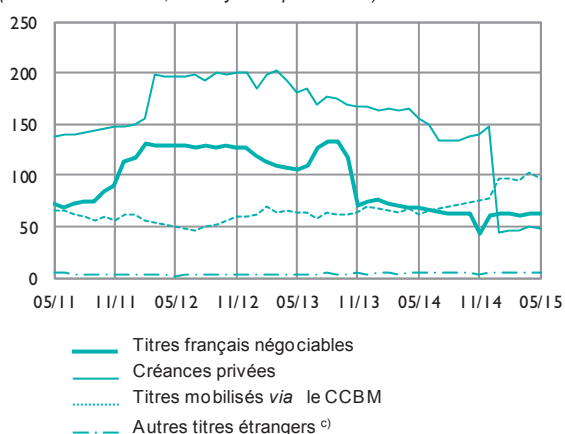
Évolution mensuelle des capitaux échangés ^{a)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

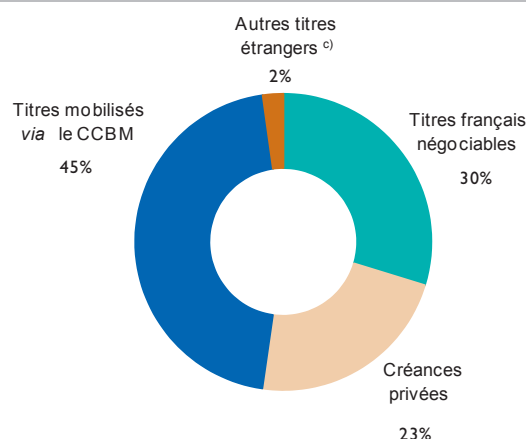


Évolution mensuelle des garanties mobilisées ^{b)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en mai 2015 ^{b)}



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 23 juin 2015

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie présentée par L. Buldorini *et alii*¹. 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^e *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI)². 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

¹ 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>)

² 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-Miquelon³. 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

		+	-
Transactions courantes	Crédit	Recette (par exemple : exportation, réception d'un dividende ou d'une prestation)	Dépense (acquisition de biens lors d'une transaction de négoce)
	Débit	Dépense (par exemple : importation, envoi de fonds)	
	Solde	Excédent	Déficit
Compte financier	Avoirs	Augmentation des avoirs (par exemple, un investissement direct à l'étranger représente la constitution d'un actif sur l'étranger)	Diminution des avoirs (par exemple, une cession de bons du Trésor américain par un résident constitue une diminution de créance sur les États-Unis)
	Engagements	Augmentation des engagements (par exemple un emprunt auprès de banques étrangères constitue une augmentation des engagements vis-à-vis de l'étranger) ^{a)}	Diminution des engagements (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) ^{b)}
	Net	Accroissement des avoirs nets de la France	Diminution des avoirs nets de la France

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

³ 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 ⁴ 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 ⁵ 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^e *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 ⁶, 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

⁴ 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).

⁵ Désignés ci-après par le sigle OPC.

⁶ Les données douanières sont publiées 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 ⁷.

⁷ 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 ⁸.

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

8 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^e *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'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Lettonie + Lituanie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la zone euro inclut la Lituanie. 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

<https://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

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/titres-credit-et-depots.html>

- Dépôts et titres d'OPC
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers
- Assurances

Conjoncture et Croissance

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/conjoncture-et-croissance.html>

- Les indicateurs de conjoncture hebdomadaire
- Enquêtes de conjoncture
- Publications régionales

Balance des paiements et Économie internationale

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale.html>

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Entreprises

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

- Crédit aux entreprises
- Défaillances d'entreprises
- Délais de paiement
- Comptes d'entreprises en Europe
- Structure et performances des entreprises
- Bases de données BACH et Références sectorielles européennes

Changes et Taux

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html>

- Les taux de change
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Les taux de l'usure
- Taux du marché interbancaire
- Taux indicatifs des bons du Trésor et OAT
- Indices obligataires
- Cours de l'or

Base de données

<https://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
- Moyens de paiement scripturaux
- Systèmes de paiement et titres

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 19	Zone euro à dix-neuf pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovaquie)
UE à 29	Union européenne à vingt-neuf pays (ZE à 19 + Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
UEMOA	Union économique et monétaire ouest-africaine

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CA	Canada
CH	Chine
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HR	Croatie
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Indices

CAC 40	Indice de la Bourse de Paris. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
CAC All-tradable	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
CAC Mid & small	Indice composite de la Bourse de Paris des petites et moyennes capitalisations (de la 101 ^e à la 290 ^e)
CCBM	Modèle de banque centrale correspondante (<i>Correspondent Central Banking Model</i>)
DAX	Indice de la Bourse de Francfort très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs
DOW JONES	Indice de Wall Street
Euro 1 (ABE)	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
DJ STOXX EURO 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité manufacturière
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice américain des valeurs de croissance technologiques, principalement
NIKKEI	Indice de la Bourse de Tokyo
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APD	Aide publique au développement
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTf	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB	Coût, assurance/fret franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>

CEL	Compte d'épargne logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrables
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
Euribor	<i>Euro interbank offered rate</i>
FAB	Franco-à-bord
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCC	Fonds commun de créances
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
LDD	Livret de développement durable
Libor	<i>London interbank offered rate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'Insee
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TARGET	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 ^{er} janvier 1999 et le 19 mai 2008
TARGET2	Système Target de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007
TCN	Titres de créances négociables
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	West Texas Intermediate

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<https://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^{er} 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^{er} trimestre
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », n° 187, 1^{er} 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^{er} trimestre
- « Prévoir le cycle économique », Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1^{er} et 2 décembre 2011 à Paris, n° 187, 1^{er} trimestre

- « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », n° 188, 2^e 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^e 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^{er} mars 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », n° 188, 2^e 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^e trimestre
- « L'analyse de l'activité des banques par ligne de métiers », n° 188, 2^e trimestre
- « Ce que détiennent les OPCVM français », n° 188, 2^e trimestre
- « La fin des échanges des billets en francs », n° 188, 2^e trimestre
- « Les implications économiques et financières du développement durable et du changement climatique pour les entreprises industrielles », n° 188, 2^e trimestre

- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011 », n° 189, 3^e trimestre
- « Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes », n° 189, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 189, 3^e trimestre
- « Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », n° 189, 3^e trimestre
- « Les placements des organismes d'assurances à fin 2011 », n° 189, 3^e trimestre
- « 18^e colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse », n° 189, 3^e trimestre

« Les entreprises en France en 2011 : l'activité s'accroît mais la rentabilité faiblit », n° 190, 4^e trimestre
« La situation financière des grands groupes cotés reste solide au premier semestre 2012 en dépit d'un contexte difficile », n° 190, 4^e trimestre
« Les ETI en France : quelles stratégies de croissance, d'investissement et de financement », n° 190, 4^e trimestre
« La baisse des délais de paiement : une tendance moins affirmée en 2011 », n° 190, 4^e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2011 : hausse de 5 % », n° 190, 4^e trimestre
« Évolution des flux de placements financiers des ménages français au premier semestre 2012 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 190, 4^e trimestre
« La titrisation en France », n° 190, 4^e trimestre
« L'impact de la crise de la zone euro sur la zone franc : analyse des canaux de transmission », n° 190, 4^e trimestre
« Taux de change d'équilibre et mesure de la compétitivité au sein de la zone euro », n° 190, 4^e 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^e trimestre
« Croissance verte et croissance économique », n° 190, 4^e 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^e 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^{er} trimestre
« La publicité dans le secteur financier : l'action de l'Autorité de contrôle prudentiel depuis 2010 », n° 191, 1^{er} 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^{er} trimestre
« Dynamiques de salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », n° 191, 1^{er} 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^{er} trimestre
« Le microcrédit accompagné. Compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 12 décembre 2012 », n° 191, 1^{er} trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés à fin 2012 : les effets de la crise se font inégalement ressentir », n° 192, 2^e 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^e 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^e 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^e trimestre
« La compétitivité des entreprises : synthèse de la conférence du réseau CompNet Banque de France – 20 et 21 septembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre
« Les OPCVM français au travers de la crise (2008-2012) », n° 192, 2^e trimestre
« Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », n° 192, 2^e trimestre
« Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », n° 192, 2^e trimestre
« Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », n° 192, 2^e trimestre
« Pétrole et macroéconomie – Synthèse de l'atelier Banque de France du 14 novembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre

« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2012 », n° 193, 3^e trimestre
« Les entreprises moyennes cotées en bourse : de bonnes performances en 2011 mais moins favorables en 2012 », n° 193, 3^e trimestre

« Le ralentissement de l'activité pèse sur la rentabilité et les investissements des PME en 2012 », n° 193, 3^e trimestre
« Les placements des organismes d'assurance à fin 2012 », n° 193, 3^e 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^e 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^e trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés au premier semestre 2013 : une pause dans l'expansion, sur fond de désendettement », n° 194, 4^e trimestre
« Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », n° 194, 4^e 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^e trimestre
« Les délais de paiement en 2012 : le mouvement de réduction du crédit interentreprises s'interrompt », n° 194, 4^e trimestre
« Quels sont les effets sur l'inflation des changements de TVA en France ? », n° 194, 4^e trimestre
« La titrisation en France : évolutions récentes », n° 194, 4^e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2012 : une quasi-stabilité », n° 194, 4^e trimestre
« L'innovation au cœur du fiduciaire : le premier billet de la série Europe », n° 194, 4^e trimestre
« Les Français et l'économie – L'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », n° 194, 4^e 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^{er} 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^{er} trimestre
« Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », n° 195, 1^{er} trimestre
« Marché du travail : institutions et réformes », n° 195, 1^{er} trimestre
« *Trading* algorithmique et *trading* haute fréquence », n° 195, 1^{er} 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^e trimestre
« Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012 », n° 196, 2^e trimestre
« Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ? », n° 196, 2^e trimestre
« Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie », n° 196, 2^e trimestre
« Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? », n° 196, 2^e trimestre
« L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux – Comparaison France-Allemagne », n° 196, 2^e trimestre
« L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets », n° 196, 2^e trimestre
« La monnaie fiduciaire en France en 2013 », n° 196, 2^e trimestre

« La détention par les non-résidents des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2013 », n° 197, 3^e trimestre
« Les entreprises d'assurance en France : une structure de portefeuille qui évolue peu en 2013 », n° 197, 3^e trimestre
« Le recul de la rentabilité pèse sur l'investissement des PME », n° 197, 3^e trimestre

« L'accroissement de la dette étudiante aux États-Unis, source de fragilité économique ? », n° 197, 3^e trimestre
« Les coûts du travail des services domestiques incorporés aux exportations pèsent-ils sur la compétitivité-coût ? », n° 197, 3^e trimestre

« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : les tendances à mi-2014 », n° 198, 4^e trimestre
« Évolution des flux de placements financiers des ménages français entre juin 2013 et juin 2014 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 198, 4^e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2013 – Deuxième année de stabilité », n° 198, 4^e trimestre
« L'intérêt des Français pour l'économie et leur perception de la situation économique en 2014 – Résultats du sondage présentés aux *Journées de l'économie* », n° 198, 4^e trimestre
« La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement », n° 198, 4^e trimestre
« Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », n° 198, 4^e trimestre
« Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007 », n° 198, 4^e trimestre
« La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010 », n° 198, 4^e trimestre
« Marché du travail et politique monétaire aux États-Unis : débats actuels et enjeux », n° 198, 4^e trimestre
« La balance des paiements de la France selon les nouvelles normes internationales : une réponse statistique à la mondialisation de l'économie », n° 198, 4^e trimestre
« Quatre instruments de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne », n° 198, 4^e trimestre
« Réussir l'intégration financière en Afrique – Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France et la Ferdi le 27 mai 2014 », n° 198, 4^e trimestre

Année 2015

« Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail », n° 199, 1^{er} trimestre
« Marché du travail : institutions et réformes. Synthèse de la troisième conférence sur le marché du travail des 4 et 5 décembre 2014 organisée à Aix-en-Provence par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », n° 199, 1^{er} trimestre
« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2014 », n° 199, 1^{er} trimestre
« La progression modérée de la durée d'utilisation des équipements se poursuit en 2014. Résultats de l'enquête menée par la Banque de France », n° 199, 1^{er} trimestre
« Situation financière et financement des sociétés non financières françaises », n° 199, 1^{er} trimestre
« La situation financière des entreprises. Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 21 novembre 2014 », n° 199, 1^{er} trimestre
« Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par mètre carré », n° 199, 1^{er} 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

Année 2015

- « L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière », n° 19, avril
- « Achever l'intégration du marché des capitaux », n° 19, avril
- « Quelles sont les conséquences du nouveau visage de l'intermédiation financière internationale pour les économies de marché émergentes? », n° 19, avril
- « Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain? », n° 19, avril
- « La relance de la titrisation », n° 19, avril
- « Soutenir une croissance durable : le rôle des systèmes bancaires sûrs et stables », n° 19, avril
- « En quoi un ratio de levier complémentaire peut-il améliorer la stabilité financière, les activités de prêt traditionnelles et la croissance économique? », n° 19, avril
- « Comment faciliter l'accès des entreprises européennes au crédit bancaire? », n° 19, avril
- « L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie », n° 19, avril
- « Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques », n° 19, avril
- « Les banques internationales et l'adoption d'un nouveau dispositif réglementaire : effets sur le financement des marchés émergents et des économies en développement », n° 19, avril
- « Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt : réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques », n° 19, avril
- « Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France », n° 19, avril
- « Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », n° 19, avril
- « Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme », n° 19, avril
- « Réallouer l'épargne à l'investissement – Le nouveau rôle des gestionnaires d'actifs », n° 19, 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

Année 2015

« La croissance potentielle : une notion déterminante mais complexe », n° 13, mars

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 », n° 1, décembre

Année 2015

« L'éducation financière influence-t-elle les décisions des individus ? », n° 2, janvier

« Crédit et liquidité : une décomposition du risque dans les écarts de taux interbancaires », n° 3, février

« Comment mesurer l'interconnexion entre banques, assureurs et conglomérats financiers ? », n° 4, mars

« Interconnexions et risque de contagion dans le secteur bancaire européen », n° 5, avril

« Inflation basse en zone euro : rôle des prix d'imports et de l'atonie économique », n° 6, mai

« Tendance de la productivité entre 1890 et 2012 dans les pays développés », n° 7, juin

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 de la médiation bancaire

Année 2015

Cartographie des moyens de paiement scripturaux – Bilan de la collecte 2014
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France

PARUTION

en avril 2015

Revue de la stabilité financière



- Le nouveau cadre de financement de l'économie
- Le rôle des systèmes bancaires dans le soutien de la croissance
- Les contraintes qui pèsent sur les banques pour le financement de l'économie
- La contribution des sociétés d'assurance et des gestionnaires d'actifs au financement de l'économie

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html>

PARUTION

en mai 2015

Rapport annuel 2014 de la Banque de France



- Lettre introductive
- Politique monétaire, action pour la stabilité financière
- Les activités
- La stratégie
- La gouvernance
- La responsabilité sociétale d'entreprise
- La gestion financière et les comptes

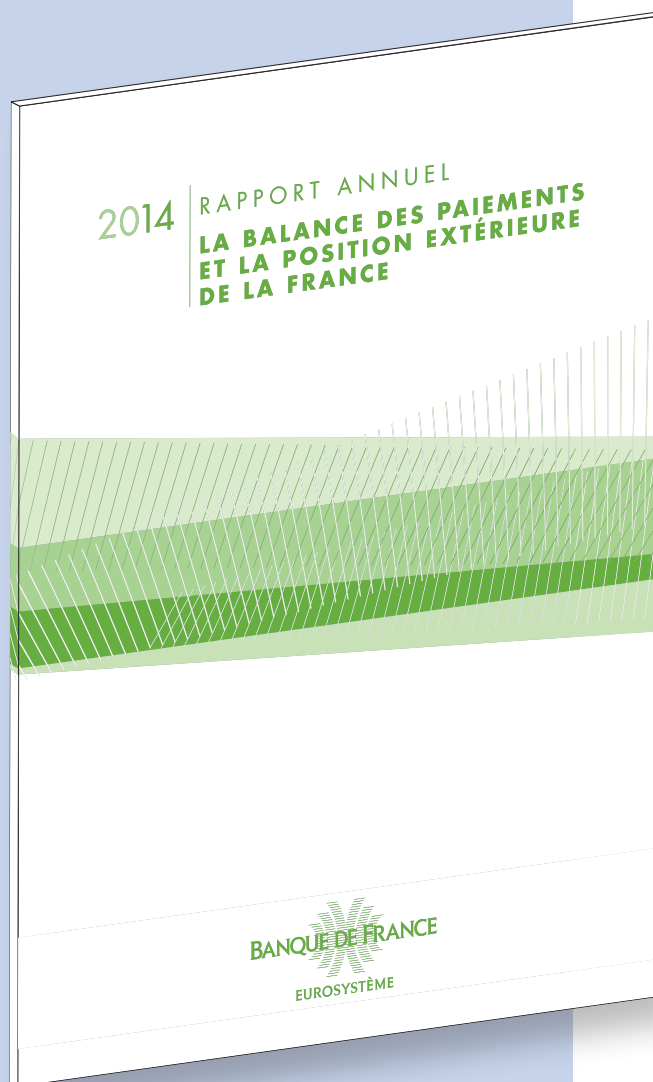
À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public)*
Accessible sur :
[http://www.banque-france.fr/publications/
rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html](http://www.banque-france.fr/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html)

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juin 2015

Rapport annuel 2014 sur la balance des paiements et position extérieure de la France



- Vue d'ensemble
- Le compte de transactions courantes
- Le compte financier
- La position extérieure
- Balance des paiements des années 2013 et 2014 – présentation détaillée

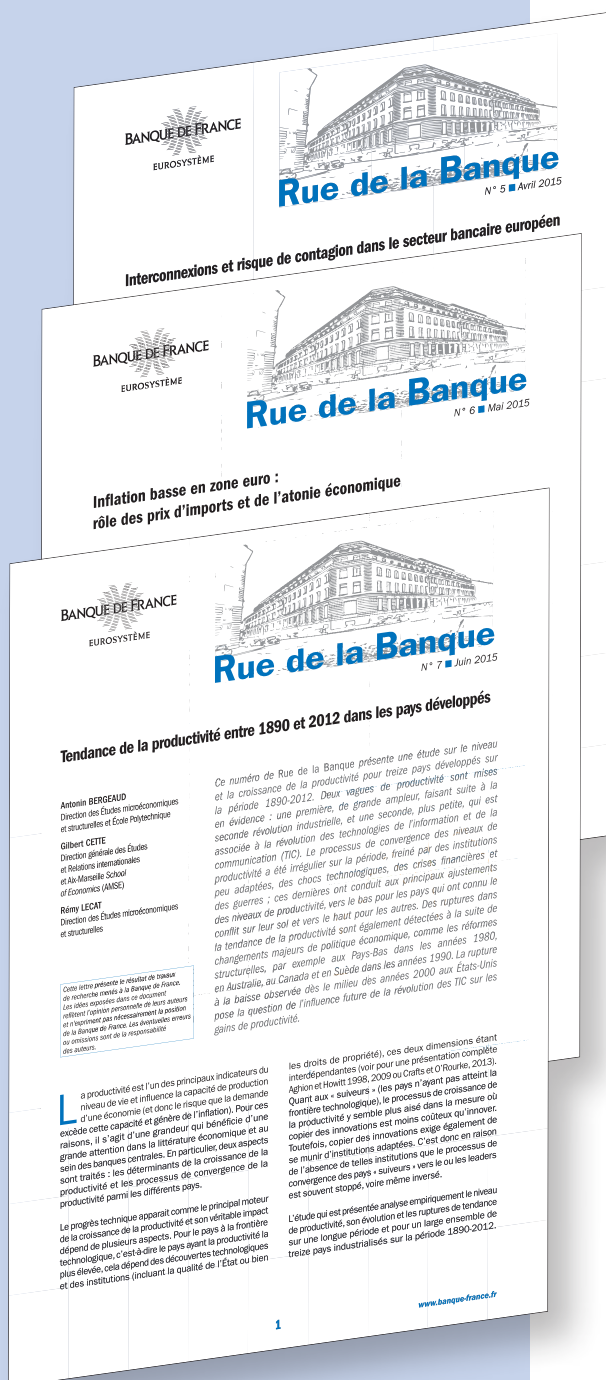
À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public)*
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/publications/>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en ligne – 2^e trimestre 2015

Rue de la Banque
n° 5, 6 et 7



- Rue de la Banque n° 5, avril 2015

Interconnexions et risque de contagion
dans le secteur bancaire européen

- Rue de la Banque n° 6, mai 2015

Inflation basse en zone euro :
rôle des prix d'imports
et de l'atonie économique

- Rue de la Banque n° 7, juin 2015

Tendance de la productivité
entre 1890 et 2012
dans les pays développés

Accessible sur :
[https://www.banque-france.fr/publications/
documents-economiques/rue-de-la-banque.html](https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html)

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 :
DGAFF, DGEI, DGS, DGO

Rédaction en chef

Corinne Dauchy, Dominique Rougès

Secrétaire de rédaction

Raymond Domurado

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

Le bulletin : <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france/abonnement-aux-bulletins.html>

Édition numérique

Banque de France DIRCOM-SPE

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>

