# BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

3E TRIMESTRE 2010

# 181

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–181

# SOMMAIRE

## ÉTUDES


**En 2009, repli du patrimoine économique national pour la deuxième année consécutive** 1
Nathalie COULEAUD et Frédéric DELAMARRE
*En 2009, la valeur du patrimoine économique national diminue pour la deuxième année consécutive, mais à un rythme plus modéré qu'en 2008. Le redressement du patrimoine financier net compense pour partie la baisse plus prononcée du patrimoine non financier, essentiellement due au repli des prix de l'immobilier.*

**Évolution de l'épargne réglementée depuis la généralisation de la distribution du livret A** 11
Antoine MÉRIEUX et Alice de CHARETTE
*L'Observatoire de l'épargne réglementée a remis au Parlement et au Gouvernement son premier rapport annuel portant sur la mise en place de la réforme généralisant la distribution du livret A.*

**Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs** 19
Omar BIROUK, Julia GUÉRIN et Safia LEKEHAL
*L'analyse des portefeuilles des assureurs en 2009 confirme leur forte diversification géographique, avec une prépondérance des titres d'émetteurs de la zone euro, ainsi que l'allongement de leurs placements obligataires en réponse aux évolutions de la courbe des taux.*

**La situation des PME en 2009 : leur structure financière résiste à la crise** 31
Jean-Luc CAYSSIALS et Élisabeth KREMP
*La crise a davantage affecté les résultats des PME en 2009 que leur structure financière. Les disparités entre PME restent fortes, avec un nombre croissant de PME défaillantes. Le décrochage de l'investissement, déjà faible avant la crise, obère les capacités de rebond à moyen terme.*

**Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes** 53
Yann WICKY
*Net redressement de la distribution de prêts à l'habitat, favorisé par la baisse des taux d'intérêt et la stabilisation des conditions d'octroi des établissements de crédit.*

**La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2009** 65
Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles, Direction de la Balance des paiements
*En 2009, le déficit courant et les sorties de capitaux relatives aux investissements directs se stabilisent. Les investissements de portefeuille enregistrent des entrées élevées alors que les autres investissements (opérations de prêts et emprunts) traduisent une diminution des engagements vis-à-vis des non-résidents.*

**Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009** 75
Dominique NIVAT et Bruno TERRIEN
*Présentés selon la prochaine norme internationale, les investissements directs de la France affichent des résultats différents de ceux établis suivant la méthodologie actuelle. Les flux entrants et sortants sont ainsi réduits en moyenne de 30 milliards par an depuis 1999 et leur évolution récente se modifie significativement.*

Séminaire monétaire international : infrastructures de marché et stabilité financière 89
Frédéric HERVO
*L'utilisation d'infrastructures de marché, notamment de chambres de compensation, renforce la transparence et la solidité des marchés dérivés de gré à gré, mais implique que leur gestion de risques soit en mesure de résister à un choc systémique.*

Les stratégies de politique monétaire après la crise 101
Louis BÊ DUC et Laurent CLERC
*L'objet de cet article est de présenter les principales conclusions du panel, organisé lors des VIIIe « Journées » de la Fondation Banque de France pour la recherche en économie monétaire, bancaire et financière le 21 juin 2010, sur le thème des stratégies de politique monétaire après la crise.*

La politique de cohésion et les nouveaux États membres de l'Union européenne 111
Anna KELBER
*Dans le contexte de la crise économique et financière qui a limité les sources de financement des pays d'Europe centrale et orientale et apporté un nouvel éclairage au processus de convergence dans l'UE, il peut être utile de retracer l'évolution de la politique de cohésion, d'en dresser un bilan économique et d'évoquer les débats en cours sur ses orientations futures.*

STATISTIQUES
Sommaire S1

DIVERS
Abréviations I
Documents publiés III
Coupon-abonnement IX

*Achevé de rédiger le 16 septembre 2010*

# En 2009, repli du patrimoine économique national pour la deuxième année consécutive

**Nathalie COULEAUD**
*INSEE*
*Division Synthèse générale des comptes*

**Frédéric DELAMARRE**
*Banque de France*
*Direction des Statistiques monétaires et financières – Sesof*

*À fin 2009, la valeur du patrimoine économique national s'établit à 12 115 milliards d'euros, soit l'équivalent de 7,4 années de produit intérieur net. Elle diminue pour la deuxième année consécutive, mais moins qu'en 2008 : – 1,8 %, après – 3,2 %. Le retournement de 2008, après la forte progression enregistrée au cours de la période 1997-2007, résultait des baisses conjuguées de la valeur des patrimoines non financier et financier. En 2009, le redressement du patrimoine financier net compense pour partie la diminution plus prononcée de la valeur du patrimoine non financier, essentiellement due au recul des prix des actifs immobiliers.*

*Les ménages sont les principaux détenteurs de la richesse nationale. La valeur de leur patrimoine net est stable en 2009, la hausse des cours des actions qu'ils détiennent équilibrant la baisse des prix de l'immobilier. Celui des administrations publiques recule fortement sous l'effet principalement du creusement de leur besoin de financement. Après un repli en 2008, la valeur des fonds propres des sociétés se redresse, avec le rebond des marchés boursiers.*

Mots-clés : Patrimoine économique national, patrimoine financier, actifs financiers, actifs non financiers, agents non financiers, ménages, sociétés non financières, administrations publiques, sociétés financières, logements, terrains, stocks, financements, placements, endettement, fonds propres, dépôts, titres de créance, crédits, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, obligations, plan d'épargne-logement, contrats en euros/unités de compte

Code JEL : G00

# Le patrimoine économique national s'établit à 12 115 milliards d'euros fin 2009

La valeur du patrimoine national atteint 12 115 milliards d'euros fin 2009 (cf. tableau 1). Ce montant est voisin de celui des actifs non financiers car les encours d'actifs et de passifs financiers détenus par les résidents vis-à-vis de l'étranger (– 33 milliards d'euros) sont d'importance à peu près équivalente (cf. définitions).

**Tableau 1 Le patrimoine des secteurs institutionnels fin 2009**

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

| | Ensemble de l'économie nationale | Ménages (a) | Sociétés non financières | Sociétés financières | Administrations publiques | Évolution du patrimoine de l'économie nationale | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2007-2008 | 2008-2009 |
| **Actifs non financiers (ANF)** | **12 147** | **6 768** | **3 748** | **247** | **1 385** | **- 0,4** | **- 2,4** |
| Constructions et terrains | 10 061 | 6 282 | 2 324 | 211 | 1 245 | - 0,7 | - 2,6 |
| *dont : Logements* | *3 794* | *3 143* | *547* | *51* | *53* | *4,5* | *1,9* |
| *Autres bâtiments et génie civil* | *1 928* | *185* | *889* | *69* | *784* | *5,0* | *1,3* |
| *Terrains bâtis* | *4 340* | *2 954* | *888* | *91* | *408* | *- 6,3* | *- 7,8* |
| Machines et équipements | 610 | 48 | 506 | 15 | 41 | 3,2 | 0,1 |
| Stocks | 378 | 39 | 323 | – | 16 | 3,3 | - 9,3 |
| Autres actifs produits | 232 | 131 | 82 | 8 | 11 | 4,1 | 1,9 |
| Autres actifs non produits | 866 | 268 | 512 | 13 | 73 | - 2,0 | 0,2 |
| **Actifs financiers (AF), hors produits dérivés** | **20 235** | **3 832** | **4 913** | **10 616** | **873** | **- 6,0** | **6,6** |
| Numéraire et dépôts | 4 218 | 1 115 | 315 | 2 680 | 108 | 11,4 | - 4,1 |
| Titres hors actions hors produits dérivés | 2 919 | 63 | 100 | 2 699 | 57 | 5,4 | 2,5 |
| Crédits | 3 450 | 24 | 839 | 2 527 | 60 | 8,3 | 3,3 |
| *dont crédits des sociétés financières accordés aux ANF* | *2 252* | – | – | *2 252* | – | *7,4* | *2,5* |
| Actions et titres d'OPCVM | 6 232 | 915 | 2 687 | 2 223 | 407 | - 28,8 | 18,8 |
| Provisions techniques d'assurance | 1 506 | 1 485 | 20 | 1 | 1 | 0,7 | 8,5 |
| **Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)** | **32 382** | **10 600** | **8 661** | **10 863** | **2 258** | **- 3,8** | **3,0** |
| **Passifs financiers (PF), hors produits dérivés** | **20 225** | **1 324** | **6 847** | **10 212** | **1 842** | **- 4,4** | **6,2** |
| Numéraire et dépôts | 4 679 | – | – | 4 608 | 71 | 11,8 | - 6,8 |
| Titres hors actions hors produits dérivés | 3 051 | – | 361 | 1 337 | 1 352 | 12,1 | 9,5 |
| Crédits | 3 261 | 1 023 | 1 675 | 334 | 230 | 7,4 | 1,8 |
| *dont crédits bancaires accordés aux ANF* | *2 066* | *1 007* | *864* | – | *195* | *7,7* | *1,9* |
| Actions et titres d'OPCVM (Passif en actions) | 5 914 | 7 | 3 935 | 1 972 | – | - 28,7 | 19,7 |
| Provisions techniques d'assurance | 1 510 | – | – | 1 510 | – | 0,7 | 8,5 |
| **Solde des produits dérivés (S)** | **- 43** | **- 1** | **- 5** | **- 37** | **–** | **ns** | **ns** |
| **Patrimoine financier net = (AF) - (PF) + (S)** | **- 33** | **2 507** | **- 1 939** | **367** | **- 968** | (b) | (b) |
| **Patrimoine (ou valeur nette) = (A) - (PF) + (S)** | **12 115** | **9 275** | **1 809** | **614** | **417** | **- 3,2** | **- 1,8** |
| **Fonds propres = (Patrimoine net) + (Passif en actions)** | | | **5 744** | **2 585** | | | |

*(a) Y compris entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)*
*(b) Le patrimoine financier net de l'économie nationale s'élève à + 247 milliards d'euros en 2007, – 110 milliards d'euros en 2008 et – 33 milliards d'euros en 2009.*
*« ns » correspond à « non significatif ».*
*« – » correspond à un actif non détenu.*
*Sources : INSEE, Banque de France, comptes nationaux base 2000*

## Le patrimoine des ménages se stabilise

En 2009, le montant global du patrimoine des ménages varie peu : + 0,2 %, à 9 275 milliards d'euros (cf. définitions). Il s'était replié en 2008, après dix années de forte progression (cf. tableau 2). Il équivaut à 7,3 années de leur revenu disponible net (1 272 milliards d'euros), contre 7,9 années deux ans plus tôt et 4,6 années en moyenne sur la période 1978-1997 (cf. graphique 1). Cette stabilisation résulte de deux effets de sens opposés : le redressement du patrimoine financier (+ 9,8 % à 2 507 milliards

**Tableau 2 Évolution du patrimoine des secteurs institutionnels**

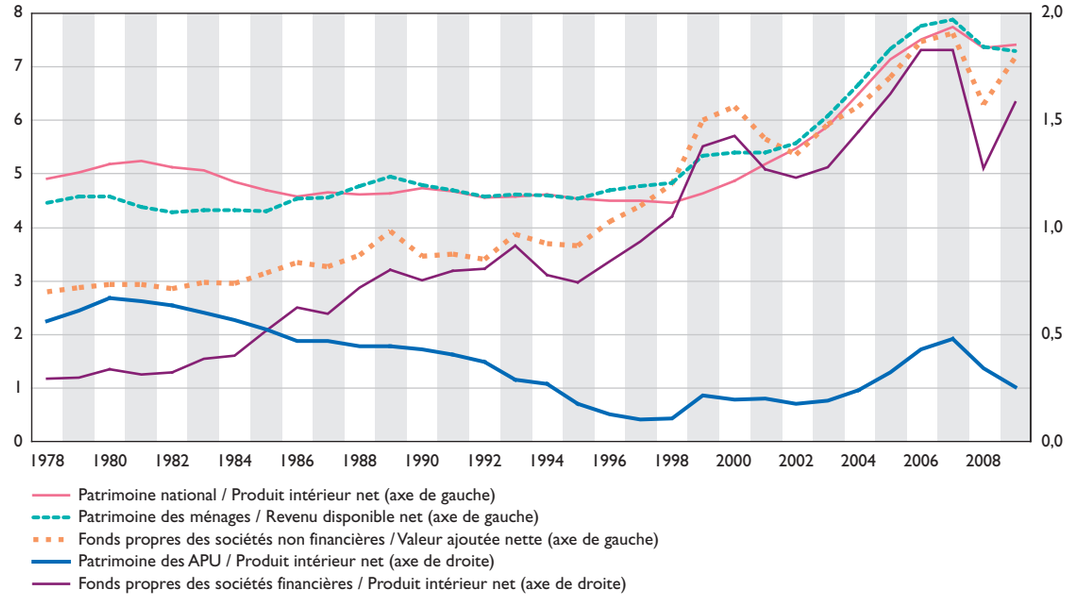
*(en %)*

| | Ménages (a) | | | Sociétés non financières | | | Sociétés financières | | | Administrations publiques | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 97-07 moy/an | 2007-2008 | 2008-2009 | 97-07 moy/an | 2007-2008 | 2008-2009 | 97-07 moy/an | 2007-2008 | 2008-2009 | 97-07 moy/an | 2007-2008 | 2008-2009 |
| **Actifs non financiers (ANF)** | **11,3** | **- 1,4** | **- 3,0** | **8,3** | **1,6** | **- 1,5** | **11,5** | **1,0** | **- 1,9** | **8,1** | **- 0,7** | **- 2,3** |
| Constructions et terrains | 11,8 | - 1,1 | - 2,9 | 10,1 | 0,0 | - 2,2 | 12,2 | - 0,2 | - 2,7 | 8,4 | 0,2 | - 1,9 |
| *dont : Logements* | *6,2* | *4,6* | *2,0* | *5,5* | *3,9* | *1,7* | *4,9* | *2,8* | *0,7* | *4,4* | *2,7* | *0,3* |
| *Autres bâtiments et génie civil* | *3,8* | *3,0* | *- 0,8* | *5,7* | *5,5* | *1,6* | *8,9* | *6,8* | *2,2* | *4,6* | *4,7* | *1,5* |
| *Terrains bâtis* | *23,8* | *- 6,3* | *- 7,7* | *23,7* | *- 6,4* | *- 7,9* | *25,2* | *- 5,9* | *- 7,8* | *22,6* | *- 7,1* | *- 8,1* |
| Machines et équipements | 2,6 | 1,5 | - 2,4 | 3,7 | 3,5 | 0,4 | 5,6 | 7,1 | - 3,1 | 1,9 | 0,4 | 1,7 |
| Stocks | 2,6 | - 0,1 | - 3,6 | 3,5 | 3,9 | - 10,2 | – | – | – | - 2,5 | - 0,2 | - 2,8 |
| Autres actifs produits | 9,1 | 3,3 | 1,7 | 7,4 | 4,9 | 2,1 | 8,0 | 7,7 | 0,7 | 8,6 | 6,1 | 2,8 |
| Autres actifs non produits | 6,8 | - 9,5 | - 7,2 | 11,2 | 5,2 | 6,1 | 11,3 | 14,2 | 14,7 | 12,1 | - 13,2 | - 10,6 |
| **Actifs financiers (AF), hors produits dérivés** | **6,7** | **- 5,4** | **8,2** | **9,5** | **- 16,2** | **14,3** | **9,0** | **- 1,2** | **2,9** | **6,6** | **- 4,7** | **5,5** |
| Numéraire et dépôts | 3,1 | 4,3 | 1,7 | 7,1 | 11,8 | 9,9 | 7,8 | 14,2 | - 8,5 | 1,3 | 13,1 | 24,4 |
| Titres hors actions hors produits dérivés | - 3,0 | 2,2 | 10,3 | 1,8 | 1,4 | - 1,6 | 8,4 | 4,8 | 3,5 | 7,6 | 43,6 | - 28,1 |
| Crédits | - 3,5 | 33,8 | - 23,4 | 12,3 | 12,1 | 5,9 | 6,6 | 6,8 | 3,0 | - 2,4 | 13,7 | - 7,0 |
| *dont crédits des sociétés financières accordés aux ANF* | – | – | – | – | – | – | *5,9* | *7,4* | *2,5* | – | – | – |
| Actions et titres d'OPCVM | 8,7 | - 26,0 | 12,4 | 10,7 | - 30,5 | 23,4 | 14,6 | - 29,6 | 18,3 | 11,5 | - 19,2 | 8,8 |
| Provisions techniques d'assurance | 9,5 | 0,7 | 8,6 | 4,2 | 0,6 | 4,0 | 7,3 | 1,2 | 3,7 | 8,0 | 0,9 | 5,6 |
| **Ensemble des actifs** | **9,4** | **- 2,8** | **0,8** | **9,0** | **- 8,7** | **6,9** | **9,0** | **- 1,2** | **2,8** | **7,5** | **- 2,2** | **0,6** |
| **Passifs financiers (PF), hors produits dérivés** | **8,4** | **5,1** | **5,3** | **9,7** | **- 18,6** | **13,7** | **8,6** | **2,7** | **1,3** | **4,2** | **10,8** | **10,0** |
| Numéraire et dépôts | – | – | – | – | – | – | 7,8 | 12,0 | - 7,0 | 0,6 | - 1,8 | 1,1 |
| Titres hors actions hors produits dérivés | – | – | – | 6,3 | 6,2 | 11,6 | 7,4 | 11,3 | 5,9 | 5,6 | 14,6 | 12,6 |
| Crédits | 7,5 | 6,7 | 3,3 | 7,7 | 9,5 | 1,7 | 11,6 | 2,2 | - 3,2 | 0,5 | 4,1 | 2,8 |
| *dont crédits bancaires accordés aux ANF* | *7,6* | *6,9* | *3,5* | *5,1* | *9,9* | *- 1,6* | – | – | – | *1,1* | *1,4* | *10,7* |
| Actions et titres d'OPCVM | 11,5 | - 1,5 | 6,1 | 12,0 | - 32,6 | 22,2 | 9,8 | - 20,0 | 15,1 | – | – | – |
| Provisions techniques d'assurance | – | – | – | – | – | – | 9,5 | 0,7 | 8,5 | – | – | – |
| **Solde des produits dérivés (S)** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **ns** | **–** | **–** | **–** |
| **Patrimoine financier net** | **5,9** | **- 10,4** | **9,8** | **10,2** (b) | **- 23,8** (b) | **12,0** (b) | **18,4** | **- 70,1** | **100,2** | **1,8** (b) | **31,7** (b) | **14,5** (b) |
| **Patrimoine (ou valeur nette)** | **9,6** | **- 3,8** | **0,2** | **6,0** | **40,8** | **- 12,8** | **15,9** | **- 49,5** | **41,2** | **21,0** | **- 27,2** | **- 27,1** |
| **Fonds propres des sociétés** | | | | **10,2** | **- 15,3** | **8,5** | **11,2** | **- 28,5** | **20,4** | | | |

*(a) Y compris entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)*
*(b) Le patrimoine financier net des sociétés non financières et des administrations publiques est structurellement négatif. Une variation positive de celui-ci reflète donc une dégradation de la situation patrimoniale de ces secteurs, qui devient encore plus négative.*
*« ns » correspond à « non significatif ».*
*« – » correspond à un actif non détenu.*
*Sources : INSEE, Banque de France, comptes nationaux base 2000*

**Graphique 1 Stocks patrimoniaux des grands secteurs institutionnels rapportés aux flux macroéconomiques**

*(en années)*




*Sources : INSEE, Banque de France, comptes nationaux base 2000*

d'euros, après – 10,4 %), en majeure partie compensé par une nouvelle érosion du patrimoine non financier (– 3,0 % à 6 768 milliards d'euros, après – 1,4 %).

La diminution de l'encours des actifs non financiers des ménages, principalement des biens immobiliers (cf. définitions), s'explique par la poursuite de la baisse du prix des terrains qui les supportent. Sur la période 1997-2007, la valeur du patrimoine non financier s'était en revanche fortement accrue : + 11,3 % en moyenne par an (cf. graphique 2). Cette hausse s'expliquait pour plus de 80 % par l'envolée des prix du marché immobilier et, pour le reste, par des achats soutenus de logements neufs.

Après s'être replié en 2008, le patrimoine financier net des ménages se redresse en 2009 et retrouve son niveau d'avant la crise. Portée à la fois par les flux de placements et par la hausse des cours, la progression de l'encours de leurs actifs financiers atteint 8,2 %, après une contraction de 5,4 % en 2008. Dans le même temps, les ménages réallouent leur épargne financière entre les différents types de produits financiers en réponse notamment à l'évolution de leurs rendements et à la dégradation du climat économique.

Confrontés à la remontée du chômage, les ménages continuent de renforcer leurs encaisses de précaution détenues sous forme de dépôts et de numéraire à un rythme toutefois plus modéré (+ 1,7 %) que les années précédentes. Les encours correspondants atteignent 1 115 milliards d'euros à fin 2009. Dans le détail (cf. tableau 3), les épargnants privilégient les dépôts à vue (+ 7,3 %), actifs particulièrement liquides dont l'accumulation est stimulée par leur moindre coût d'opportunité, du fait de la forte baisse des taux d'intérêt à court terme. En contrepartie, ils réduisent très légèrement leurs encours de placements à vue (livrets et dépôts à terme, – 0,7 %) dont la rémunération est devenue comparativement moins attractive.

En dépit de flux d'achats nets à peu près nuls sur l'année, les encours de titres (titres de créance, actions et titres d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières – OPCVM) détenus par les ménages augmentent sensiblement en 2009 (+ 12,3 %). Représentant environ un quart du total de leur actif financier, ils bénéficient du redressement des marchés. Au sein des portefeuilles, les titres d'OPCVM monétaires, dont la rémunération a suivi la baisse des

**Graphique 2 Évolution des actifs des ménages**
Effet volume et effet prix

*(en %)*

*Lecture : en 2009, la valeur des actifs des ménages progresse de 0,8 point. La contribution des actifs financiers à cette progression est de 2,7 points : 1,3 d'effet volume (flux) et 1,4 d'effet prix (réévaluation). La contribution des actifs non financiers est négative (– 1,9) : 0,8 d'effet volume (flux) mais – 2,7 d'effet prix (dépréciation).*
*Sources : INSEE, Banque de France, comptes nationaux base 2000*

taux d'intérêt à court terme, font l'objet de cessions nettes. En contrepartie, les ménages, encouragés par la remontée des cours boursiers (+ 22,3 % pour l'indice CAC 40), procèdent à des achats nets d'actions et de titres d'OPCVM non monétaires et souscrivent des titres de créance, notamment à l'occasion de l'émission d'un emprunt par EDF. Les encours qu'ils détiennent en actions et titres d'OPCVM atteignent

**Tableau 3 Actifs financiers et dette des ménages**

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

| | Encours | | | Évolution | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2007-2008 | 2008-2009 |
| **Actifs financiers, hors produits dérivés, dont :** | **3 745** | **3 541** | **3 832** | **- 5,4** | **8,2** |
| Numéraire et dépôts | 1 051 | 1 097 | 1 115 | 4,3 | 1,8 |
| *dont : Dépôts à vue* | *270* | *265* | *285* | *- 1,6* | *7,3* |
| *Livrets et dépôts à terme* | *500* | *565* | *561* | *12,9* | *- 0,7* |
| *PEL et PEP* | *231* | *205* | *209* | *- 11,4* | *2,3* |
| Titres | 1 156 | 871 | 978 | - 24,6 | 12,3 |
| *dont : Titres de créance* | *56* | *57* | *63* | *2,2* | *10,3* |
| *Actions* | *751* | *519* | *617* | *- 30,8* | *18,9* |
| *dont cotées* | *185* | *95* | *127* | *- 48,3* | *33,3* |
| *Titres d'OPCVM* | *349* | *295* | *298* | *- 15,6* | *1,0* |
| *dont monétaires* | *58* | *67* | *51* | *15,0* | *- 23,2* |
| Assurance-vie | 1 235 | 1 244 | 1 358 | 0,7 | 9,1 |
| *dont supports en unités de compte* | *245* | *184* | *215* | *- 25,0* | *17,2* |
| **Dette sous forme d'emprunts bancaires** | **910** | **973** | **1 007** | **6,9** | **3,5** |

*Source : Comptes nationaux base 2000, Banque de France*

ainsi 915 milliards d'euros (+ 12,4 %) à fin 2009, et leurs avoirs en titres de créance 63 milliards (+ 10,3 %). Enfin, les ménages accroissent fortement leurs placements en produits d'assurance-vie, qui constituent depuis 2005 la première composante de leur patrimoine financier. Les contrats en euros restent prépondérants (plus de 80 % de l'encours), l'attirance pour ceux libellés en unités de compte ayant tendance à fluctuer au gré des performances des marchés boursiers. À fin 2009, l'assurance-vie représente au total plus du tiers de l'actif financier des ménages pour un montant qui s'élève à 1 358 milliards d'euros, en hausse de 9,1% par rapport à fin 2008.

Le passif financier des ménages augmente quasiment au même rythme qu'en 2008 (+ 5,3 %, après + 5,1 %), contre + 8,4 % par an en moyenne sur la période 1997-2007. Il est constitué pour les trois quarts d'emprunts bancaires à long terme, qui financent leurs acquisitions de logements. Leur ralentissement depuis deux ans est lié au retournement du marché immobilier et aux conditions de financement devenues moins favorables en 2007 et 2008. À partir du second semestre 2009, la distribution de crédits à l'habitat des ménages recommence toutefois à se développer.

## Les fonds propres des sociétés non financières à nouveau en augmentation

En 2009, le patrimoine des sociétés non financières (SNF) baisse de 12,8 % pour s'établir à 1 809 milliards d'euros. Cette érosion affecte à la fois leurs actifs non financiers et leur patrimoine financier net. Toutefois, sous l'effet du rebond des marchés boursiers, la valeur de leurs fonds propres (cf. définitions) se redresse. Ces derniers représentent 7,2 années de valeur ajoutée nette (800 milliards d'euros) en 2009, contre 6,3 en 2008.

Le patrimoine non financier des sociétés non financières recule pour la première fois depuis 30 ans (– 1,5 %, après + 1,6 % en 2008 et + 1,2 % pendant la récession de 1993). En réponse à la dégradation du climat économique et à la crise financière, les entreprises déstockent massivement et coupent dans leurs dépenses d'investissement. Dans le même temps, la consommation de capital fixe, par nature plus inerte, continue de progresser (+ 1,7 %). Enfin, la valeur de leur patrimoine immobilier se replie de 2,2 % en 2009, après avoir stagné en 2008 et fortement progressé les années précédentes.

À l'inverse, les actifs financiers des sociétés non financières augmentent de 14,3 % et atteignent 4 913 milliards d'euros à fin 2009. La récession et les incertitudes sur l'accès au crédit conduisent les entreprises à constituer une trésorerie de précaution. Dans le cadre du plan de relance, les pouvoirs publics ont également pris des mesures en faveur de la trésorerie des entreprises : les délais de remboursement de la TVA ont été raccourcis et les créances liées au crédit d'impôt recherche ont été restituées de façon accélérée. Au total, les avoirs en numéraire et dépôts s'accroissent de 9,9 %. Par ailleurs, les encours de crédits que consentent les SNF augmentent de 5,9 % ; il s'agit principalement de prêts à des sociétés affiliées. Ces concours intra-groupe, mis en place notamment dans le cadre d'opérations d'investissements directs à l'étranger, se sont multipliés ces dernières années, se substituant souvent aux apports en capitaux propres. Le montant des participations au capital d'entreprises françaises et étrangères augmente également, reflétant la hausse des cours des actions, mais aussi quelques opérations importantes de fusion-acquisition (en particulier British Energy par EDF et GVT par Vivendi).

S'agissant des passifs, dans un contexte marqué par une forte baisse de leurs investissements et alors même que les conditions d'offre de crédit des banques deviennent un peu moins restrictives sur la seconde partie de l'année, les sociétés non financières réduisent leur recours aux crédits, constitués à la fois d'emprunts bancaires et de prêts entre affiliés : les encours n'augmentent que d'environ 1,7 %, après avoir crû de près de 10 % en 2008 et de 7,7 % en moyenne sur les dix années précédentes. Dans le même temps, elles tirent parti de la normalisation des marchés de capitaux, quasiment frappés de paralysie au dernier trimestre de 2008, pour augmenter leurs émissions de titres. Leur passif sous forme de titres de créance s'accroît ainsi nettement (+ 11,6 %), portant leur endettement à un niveau record (1,5 année de valeur ajoutée nette fin 2009, contre 1,3 en moyenne sur 1997-2007). Leur passif en actions augmente également, avec le rebond des cours boursiers et des émissions nettes d'actions, qui retrouvent leur niveau

du début des années 2000. Le redressement de la valeur des fonds propres, résultant de l'évolution plus dynamique des actifs que des engagements financiers hors actions, n'efface toutefois pas entièrement sa baisse de 2008.

## Les fonds propres des sociétés financières en net rétablissement

La valeur du patrimoine des sociétés financières (cf. définitions) se redresse en 2009. La croissance de leurs avoirs financiers est en effet plus soutenue que celle de leurs engagements (+ 2,9 %, contre + 1,3 %). La forte progression de leur passif en actions contribue également au rebond de leurs fonds propres, sans toutefois que ceux-ci retrouvent leur niveau d'avant la crise.

La récession économique, puis la normalisation du fonctionnement des marchés de capitaux dans le courant de l'année 2009, ont modifié la structure des actifs et des passifs financiers des sociétés financières. Le montant total des actifs financiers s'établit à 10 616 milliards d'euros fin 2009. La croissance des encours de prêts accordés par les établissements de crédit et assimilés, principalement aux agents non financiers, se modère nettement en 2009 (+ 2,5 %, après + 7,4 % en 2008), s'inscrivant très en deçà de la moyenne annuelle observée au cours des dix dernières années (+ 5,9 %). La valeur de leur portefeuille de titres (titres de créance, de capital et d'OPCVM) augmente en revanche fortement, du fait de l'appréciation des cours. Celle-ci résulte à la fois de la hausse des marchés d'actions et, dans une moindre mesure, pour les titres de créance, de la baisse des taux d'intérêt à moyen et long terme. Cependant, les sociétés financières achètent très peu de titres en 2009 et procèdent même à des dégagements sur les titres d'OPCVM. Elles réalisent toutefois quelques investissements en actions, notamment l'acquisition par BNP Paribas des trois quarts du capital de Fortis Banque en Belgique.

Le passif financier des sociétés financières s'élève à 10 212 milliards d'euros fin 2009. Sa progression est plus modeste qu'en 2008 (+1,3 %, après + 2,7 %) en raison de la baisse des engagements sous forme de numéraire et dépôts (– 7,0 %, après + 12,0 %). Le retour à des conditions plus normales de fonctionnement du marché interbancaire en 2009 permet aux banques de réduire leur recours au refinancement de la Banque centrale tout en poursuivant leur désendettement vis-à-vis des institutions financières non résidentes. En revanche, le passif des sociétés financières sous forme d'actions et de provisions techniques d'assurance s'accroît fortement. Le rebond des cours des marchés entraîne mécaniquement un gonflement des encours ; par ailleurs, la collecte des sociétés d'assurance-vie et des OPCVM reprend après avoir connu un point bas en 2008. De plus, les établissements de crédit reconstituent leurs capitaux propres en émettant des actions nouvelles afin de compenser les pertes subies en 2008 du fait de la crise financière.

## La dette publique augmente sensiblement

Le patrimoine des administrations publiques (APU) atteint 417 milliards d'euros en 2009. Il diminue fortement, du fait de l'accroissement de la dette publique et de la baisse de la valeur de leurs actifs non financiers. Il représente 25,5 % du produit intérieur net en 2009, soit 9 points de moins qu'en 2008 (cf. graphique 1).

L'actif de l'ensemble des APU reste cependant supérieur à leur passif en raison de l'importance de leur patrimoine non financier. Ce dernier représente 1 385 milliards d'euros et est détenu principalement par les administrations publiques locales. La dépréciation de ce patrimoine non financier s'accentue en 2009 (– 2,3 %, après – 0,7 % en 2008). La mauvaise tenue du marché immobilier entraîne une diminution du prix des terrains sur lesquels sont construits les bâtiments non résidentiels, comme les bureaux, les hôpitaux ou les ouvrages de travaux publics (routes…).

Le patrimoine financier net des APU, structurellement négatif depuis les années soixante-dix, le devient davantage en 2009 et atteint – 968 milliards d'euros. Avec la crise économique, les recettes sont en baisse et les APU couvrent leur besoin de financement par des émissions supplémentaires de titres de créance (cf. définitions). Fin 2009, la valeur de marché de l'encours de leurs émissions de titres de créance atteint 1 352 milliards d'euros, en hausse de 12,6 %.

En regard, les APU accroissent sensiblement leurs avoirs sous forme de liquidités et dépôts en 2009 (+ 24,4 %, 108 milliards d'euros). En l'absence d'opérations de privatisation, la valeur de leur portefeuille de valeurs mobilières (actions et titres d'OPCVM) augmente également de manière sensible, du fait de la hausse des marchés financiers : il s'élève à 407 milliards d'euros fin 2009, en progression de 8,8 % par rapport à fin 2008.

*ENCADRÉ*

### *Les indicateurs « nets » plus pertinents que les indicateurs « bruts » pour évaluer le patrimoine économique*

*Le produit intérieur brut (PIB, 1 907 milliards d'euros en 2009) mesure la production agrégée des agents économiques résidents au cours de la période.*

*Le produit intérieur net (PIN, 1 634 milliards d'euros en 2009) s'obtient en déduisant du PIB la consommation de capital fixe (CCF) qui correspond à l'usure du capital au cours de la même période. Il en est de même pour le revenu disponible net par rapport au revenu disponible brut.*

*Il est préférable de comparer le stock de patrimoine avec des flux macroéconomiques nets plutôt que des flux bruts. En effet, le patrimoine est lui-même un stock net, qui tient compte de l'état d'usure et d'obsolescence du capital. Les effets de réévaluation et les autres changements de volume mis à part, le patrimoine national s'accroît chaque année du montant de l'épargne nette (et non pas brute) des agents, c'est-à-dire de la partie du revenu national net qu'ils n'affectent pas à la consommation finale au cours de la période, ainsi que du montant des transferts nets en capital reçus du reste du monde.*

# Définitions

Les **comptes de patrimoine** de la comptabilité nationale recensent les actifs et passifs économiques, c'est-à-dire ceux sur lesquels des droits de propriété peuvent être exercés et qui peuvent procurer des avantages économiques à leurs propriétaires. Ils peuvent être financiers (dépôts, actions…) ou non financiers (logements, terrains…) ; ces derniers peuvent être naturels (terres, gisements …) ou issus de processus de production (équipements productifs, stocks…).

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

Le **patrimoine financier net** de la Nation, solde des créances et dettes vis-à-vis de l'étranger, calculé à partir des comptes nationaux (– 33 milliards d'euros) ne peut être rapproché de la position extérieure publiée par la direction de la Balance des paiements (– 208,3 milliards d'euros fin 2009) en raison essentiellement de méthodes de valorisation différentes des actions non cotées (investissements directs) et des produits financiers dérivés. Ces différences méthodologiques seront aplanies à l'occasion du prochain changement de base des comptes nationaux en 2011.

La valeur des **biens immobiliers** se décompose entre celle des **bâtiments** et celle des **terrains** qui les supportent. Les prix des bâtiments existants suivent l'indice du coût de la construction. Pour cette raison, les terrains sur lesquels sont construits les logements héritent de l'essentiel des plus-values immobilières. Certains biens, difficilement valorisables ne sont pas comptabilisés dans les comptes de patrimoine (monuments historiques, œuvres d'art des musées nationaux…).

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

**L'écart entre le passif des administrations publiques dans les comptes financiers et la dette publique « Maastricht »** résulte de trois éléments : le périmètre des opérations financières retenues, la consolidation et le mode de valorisation.

Les **fonds propres** des sociétés financières et non financières correspondent à la différence entre la valeur de leurs actifs et celle de leurs passifs autres qu'en actions (cf. lien : http://www.insee.fr/fr/themes/comptes-nationaux/default.asp?page=base_2000/tableaux/ex/comptes_patrimoine_ex.htm).

La catégorie des **ménages** inclut les particuliers, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages. Celle des **sociétés financières** inclut notamment la Banque centrale, les établissements de crédit, les sociétés d'assurance ainsi que les OPCVM.

# Bibliographie

Pour une description plus détaillée sur longue période, voir « Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 », INSEE Première n° 1229 de mars 2009 et Bulletin de la Banque de France n° 175, 1er trimestre 2009

Les comptes de patrimoine en base 2000 ainsi que leur méthodologie sont consultables sur le site insee.fr, thème « Comptes nationaux – Finances publiques, tableaux de synthèse » ainsi que sur celui de la Banque de France pour la partie financière à la rubrique « Statistiques et enquêtes – Titres, crédits et dépôts – Comptes financiers –Les comptes financiers de la Nation ».

En ce qui concerne l'écart entre le passif des administrations publiques dans les comptes financiers et la dette publique « Maastricht », consulter la note de base 2000 n° 6 (juin 2007) « La dette des administrations publiques au sens de Maastricht » sur le site insee.fr, thème « Comptes nationaux – Finances publiques, méthodologie ».

# Évolution de l'épargne réglementée depuis la généralisation de la distribution du livret A

**Antoine MÉRIEUX**
*Secrétaire général*
*de l'Observatoire de l'épargne réglementée*

**Alice de CHARETTE**
*Direction des Statistiques monétaires et financières*
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

*La Loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008 a profondément réformé le régime de l'épargne réglementée, généralisant la distribution du livret A et modifiant les règles d'emploi des ressources collectées. Compte tenu des incidences potentielles de ces nouvelles dispositions sur le secteur bancaire et sur les comportements d'épargne des ménages, le législateur a créé l'Observatoire de l'épargne réglementée (OER) en lui confiant la mission de « suivre la mise en œuvre de la généralisation de la distribution du livret A, notamment son impact sur l'épargne des ménages, sur le financement du logement social et sur le développement de l'accessibilité bancaire » [1]. L'Observatoire, présidé par le gouverneur de la Banque de France, a remis en juillet 2010 son premier rapport annuel au Gouvernement et au Parlement.*

*Les produits d'épargne réglementée plus particulièrement suivis par l'Observatoire [2], dont les titulaires représentent une large majorité de la population française, offrent à leur détenteur un avantage fiscal et un taux de rémunération généralement supérieur aux taux de marché à court terme. Les fonds collectés sur ces produits sont principalement affectés au financement du logement social et de la politique de la ville,* via *une centralisation au fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations. La part non centralisée doit être utilisée dans sa majeure partie par les banques pour financer les prêts aux PME et les travaux d'économie d'énergie.*

*La réforme mise en œuvre le 1er janvier 2009 a généralisé à toutes les banques la distribution du livret A, instauré un régime transitoire pour la centralisation des sommes déposées et également modifié les règles d'emploi des fonds non centralisés. Elle a sensiblement dynamisé la collecte du livret A au premier trimestre 2009 et l'équilibre du fonds d'épargne a été préservé du fait du maintien à son niveau antérieur du total des montants centralisés à la Caisse des dépôts. La seconde phase de la réforme, devant intervenir avant le 30 septembre 2011, consistera à fixer les modalités de la convergence vers un taux de centralisation unique pour tous les établissements collecteurs, en prenant en compte un double objectif : assurer l'équilibre à moyen et long termes du fonds d'épargne, tout en laissant aux banques les moyens nécessaires au financement des PME.*

Mots-clés : épargne réglementée, livret A, Loi de modernisation de l'économie, fonds d'épargne

Codes JEL : E21, G00, G38

*NB : Cet article constitue une synthèse actualisée du rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée pour l'année 2009.*

1 *Article L221-9 du* Code monétaire et financier

2 *Livret A, livret bleu, livret d'épargne populaire (LEP) et livret de développement durable (LDD)*

# 1| La réforme de l'épargne réglementée

## 1|1 Des produits spécifiquement destinés aux ménages

Les produits d'épargne réglementée sont des produits exonérés d'impôt sur le revenu dont le taux d'intérêt est fixé par l'État. Outre le plan d'épargne-logement (PEL) et le compte d'épargne-logement (CEL), qui sont des produits destinés à faciliter l'acquisition d'un logement, l'épargne réglementée est constituée des livrets A et bleus [3], des livrets de développement durable (LDD) et des livrets d'épargne populaire (LEP).

Avant la réforme de 2009, la distribution des livrets A et bleus, à la différence de celle des autres produits, était réservée à trois réseaux : Caisses d'épargne, La Banque Postale et Crédit mutuel (qui avait l'exclusivité de la distribution du livret bleu). Le LDD (ex-Codevi) a été créé en 1983 pour financer les besoins des PME et TPE, champ élargi en 2007 aux travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens. Enfin, le LEP, institué en 1982, est réservé aux personnes à revenu modeste, auxquelles il assure une progression du pouvoir d'achat de leur épargne. L'Observatoire de l'épargne réglementée (OER), institué par la Loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008 est chargé de suivre l'évolution de ces trois catégories de livrets.

Afin de permettre à cet observatoire de remplir sa mission, la Banque de France a mis en place pour son compte une enquête trimestrielle auprès des 100 principaux établissements bancaires distribuant le livret A. Leur analyse donne une vision précise de la détention des produits d'épargne réglementée (plus de 300 milliards d'euros au 30 juin 2010) en France (cf. tableau 1).

**Tableau 1 Situation des livrets au 30 juin 2010**

*(nombre de comptes en millions ; encours en milliards d'euros)*

| | Nombre de comptes | Encours |
|---|---|---|
| Livrets A et bleus | 59,2 | 185,8 |
| LDD | 24,7 | 68,2 |
| LEP | 11,5 | 55,8 |

*Source : Banque de France, OER*

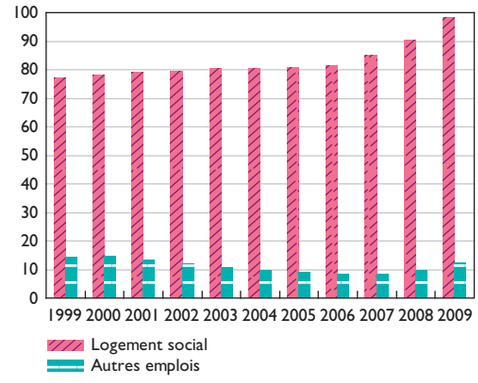
Le succès de ces produits tient à la fois à des rendements attractifs et à un statut fiscal avantageux. Le taux d'intérêt en est fixé par l'État, en application d'une formule spécifique prenant en compte les taux de marché et permettant d'assurer une rémunération positive en termes réels (cf. encadré).

Les livrets d'épargne réglementée se distinguent également des livrets ordinaires par le régime d'emploi des fonds collectés. Avant le 1er janvier 2009, les fonds collectés par les réseaux historiques sur le livret A et le livret bleu étaient entièrement centralisés au fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts et consignations (CDC). Pour leur part, les dépôts collectés sur les LDD y étaient partiellement centralisés (9 % au minimum), les fonds non centralisés devant être employés par les banques pour financer les besoins des PME et TPE et les travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens. De la même manière, 85 % des fonds collectés par les LEP étaient centralisés à la CDC.

Les sommes centralisées au fonds d'épargne sont employées principalement au financement du logement social (cf. graphique 1) mais contribuent également au financement de la politique de la ville, notamment celui de la rénovation urbaine. Une partie est affectée à l'octroi de crédits aux PME, en particulier *via* le refinancement d'OSEO. D'autres utilisations sont enfin possibles, dans le cadre d'enveloppes ponctuelles décidées par les pouvoirs publics pour appuyer certaines politiques publiques. Ces modalités n'ont pas été modifiées par la loi du 4 août 2008.

**Graphique 1 Prêts sur fonds d'épargne**

*(encours en milliards d'euros)*




*Source : Caisse des dépôts et consignations*

3 *Le livret bleu présente les mêmes caractéristiques que le livret A. À compter du 1er janvier 2009, l'ouverture de nouveaux livrets bleus n'est plus autorisée, cette appellation ne subsistant que pour les livrets ouverts avant cette date par le Crédit mutuel.*

ENCADRÉ

### Calcul du taux de rémunération des livrets d'épargne réglementée

*Le mode de détermination du taux du livret A, sur lequel sont indexés ceux des autres livrets à taux réglementés (LDD, LEP, LEE, CEL), a été amendé par l'arrêté du 29 janvier 2008 modifiant le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 modifié du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF). À titre illustratif, le taux du livret A applicable pour la période août 2010 – janvier 2011 résulte de l'application de la formule figurant dans l'arrêté :*

$$T_{(\text{août } 2010)} = \max\left(\frac{\left((Eonia_{(\text{juin } 2010)} + Euribor_{(\text{juin } 2010)})/2 + IPC_{(\text{juin } 2010)}\right)}{2} ; IPC\ (\text{juin } 2010) + 0{,}25\right)$$

*Sont pris en compte dans cette formule l'indice des prix à la consommation hors tabac (IPC) arrondi à la première décimale d'une part, et la moyenne arithmétique de la moyenne mensuelle (pour les seuls jours ouvrés) de l'Euribor 3 mois et de l'Eonia (arrondis à la deuxième décimale) d'autre part. Les variables intervenant dans la formule pour déterminer le taux applicable pendant le semestre août 2010 – janvier 2011 sont celles relatives au mois de juin 2010.*

*En outre, la variation du taux du livret A entre deux périodes successives ne peut excéder 1,5 %. Si le calcul conduit à un taux supérieur de plus de 1,5 % par rapport au taux en vigueur, le nouveau taux est fixé à sa valeur précédente augmentée de 1,5 %. S'il conduit à un taux inférieur de plus de 1,5 % par rapport au taux en vigueur, le nouveau taux est fixé à sa valeur précédente diminuée de 1,5 %.*

*Par ailleurs, aux termes du règlement CRBF n° 2003-03 du 24 juillet 2003, une dérogation à l'application de l'un ou de plusieurs des taux calculés est possible, en cas de circonstances exceptionnelles ou lorsque le taux du livret A ne permet pas de préserver globalement le pouvoir d'achat des épargnants.*

*Le calcul du taux du livret A est effectué par la Banque de France les 15 juillet et 15 février de chaque année. Toutefois, au 15 avril et au 15 octobre, le gouverneur de la Banque de France peut proposer au ministre chargé de l'économie de réviser ce taux au 1er mai ou au 1er novembre, s'il estime que la variation de l'inflation ou des taux du marché monétaire est très importante. Le ministre examine alors l'opportunité de modifier celui-ci et prend sa décision après avis du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières (CCLRF).*

## 1|2 Une détention largement répandue

L'Observatoire dispose, grâce à la collecte trimestrielle d'informations spécifiques mise en place par la Banque de France, de statistiques trimestrielles sur :

• le nombre de livrets A, LEP ou LDD ouverts, ainsi que les encours correspondants ;

• le montant des fonds centralisés à la CDC, ainsi que celui des prêts accordés pour la création et le développement des PME et pour les travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens ;

• les versements et les retraits effectués au cours du trimestre.

Ces informations sont complétées par des données annuelles relatives à :

• la structure des encours par tranches de dépôts ;

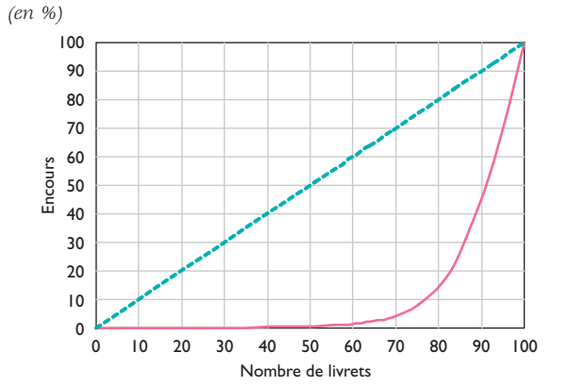
• l'âge du détenteur du livret ;

• l'ancienneté du livret ;

• la profession et catégorie sociale (PCS) du détenteur pour toute nouvelle ouverture.

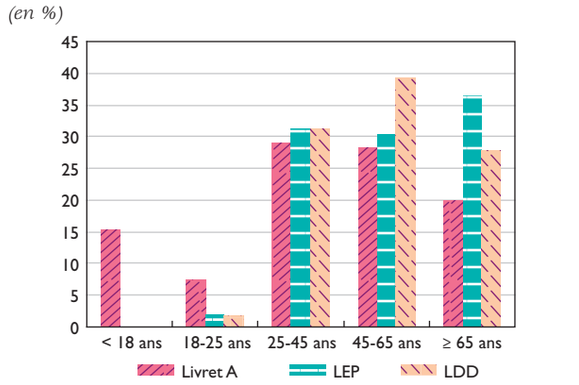
Le livret A est un placement très largement répandu au sein de la population française, mais l'examen de la répartition des encours fait ressortir une forte concentration des sommes collectées sur les livrets les

**Graphique 2 Courbe de concentration des encours de livrets A**




Source : OER

**Graphique 3 Répartition de la détention par tranche d'âge à fin 2009**




Source : OER

mieux garnis (cf. graphique 2). Au 31 décembre 2009, plus de la moitié des livrets n'étaient crédités que de montants inférieurs à 150 euros et 80 % du total des livrets A concentraient 15 % des encours seulement. En outre, les livrets A enregistrant un encours supérieur ou égal à 15 300 euros, soit le montant maximal hors capitalisation des intérêts, représentaient 7 % des livrets.

L'analyse du nombre d'opérations effectuées selon l'encours déposé sur le livret révèle que les livrets dont l'encours est modique font l'objet d'opérations fréquentes et de petit montant. Ceux ayant un encours inférieur à 150 euros au 31 décembre 2009 représentaient seulement 0,5 % de l'encours total, alors qu'ils comptaient pour 27 % des mouvements effectués en 2009. À l'inverse, les livrets crédités d'un encours élevé n'enregistrent que peu de mouvements : ceux dont l'encours est supérieur à 7 500 euros représentaient 17 % des opérations.

Ces observations tendent à mettre en évidence deux types de comportements caractéristiques au sein des détenteurs de livret A :

• pour la plupart des épargnants, le livret A est utilisé comme substitut, ou complément, à un compte courant. Son solde moyen est faible et il enregistre de nombreux versements ou retraits de faible montant ;

• pour une minorité d'épargnants, en revanche, le livret A constitue avant tout un produit d'épargne de précaution, dont le solde est proche du plafond et sur lequel ils effectuent peu de mouvements.

Le livret A étant accessible à tous, et notamment aux mineurs, sa détention est relativement fréquente chez les plus jeunes, ce qui le distingue des autres produits d'épargne réglementée. Alors que les personnes âgées de moins de 25 ans détiennent 23 % des livrets A, elles possèdent seulement 2 % des LDD et des LEP (cf. graphique 3).

Les ouvriers et les employés sont, en nombre, les principaux souscripteurs des trois produits d'épargne réglementée. Ils représentaient, en 2009, 47 % des ouvertures de LEP, 35 % des ouvertures de LDD et 25 % des ouvertures de livrets A. En revanche, la part des retraités dans les souscripteurs (13 %) est moins importante que leur part dans la population globale (30%), bien que la généralisation de la distribution du livret A ait contribué à son doublement par rapport au niveau qui était le sien en 2008 (7 % des ouvertures totales).

## 1|3 La réforme du 1er janvier 2009

Dans le prolongement de la mission confiée à Michel Camdessus, gouverneur honoraire de la Banque de France, sur la réforme de la distribution du livret A, la LME a ouvert, à partir du 1er janvier 2009, la possibilité à tous les établissements de crédit de proposer des livrets A à leurs guichets. Ce changement majeur dans la distribution du livret d'épargne le plus répandu parmi les ménages français visait plusieurs objectifs : en premier lieu, assurer une meilleure concurrence entre les banques, désormais sur un pied d'égalité pour la distribution de tous les produits d'épargne réglementée,

mettant ainsi en conformité le régime du livret A avec les règles communautaires [4] ; en second lieu, maintenir le rôle traditionnel du livret A en matière d'accessibilité bancaire ; enfin, préserver un bon niveau de collecte, et, dans sa répartition, assurer le maintien d'un équilibre central entre la satisfaction des besoins du fonds d'épargne et ceux des banques pour le financement des PME.

Plusieurs dispositions de la LME ont modifié les conditions de distribution de l'épargne réglementée :

• une mission d'accessibilité bancaire est désormais dévolue à La Banque Postale, ce qui doit notamment contribuer à assouplir les conditions d'ouverture et d'utilisation du livret A ;

• une charte d'accessibilité engage tous les établissements collecteurs ;

• les commissions versées aux établissements collecteurs sont progressivement diminuées ;

• le mode de centralisation des encours au fonds d'épargne est fixé par référence aux encours et aux flux collectés par les établissements de crédit ;

• les établissements ont la possibilité de conserver une partie des encours collectés, à condition de les employer au financement de la création et du développement des PME et aux travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens.

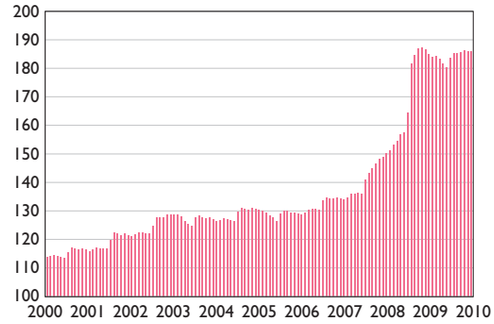
## 1|4 Des résultats satisfaisants

La généralisation de la distribution du livret A a eu un effet immédiat sur le volume des fonds collectés. Au cours du premier trimestre 2009, l'encours total des dépôts sur livrets A et bleus a augmenté de 22,5 milliards d'euros (cf. graphique 4).

Ce gonflement des encours, principalement dû aux ouvertures de livrets A dans les nouveaux réseaux, avait été largement anticipé. Les établissements de crédit avaient en effet proposé, peu avant la réforme, des livrets ordinaires dont la rémunération nette était équivalente à celle du livret A. Le transfert automatique de ces placements vers les nouveaux livrets A ouverts à partir du 1er janvier 2009

**Graphique 4 Livrets A et bleus**

*(encours total en milliards d'euros)*



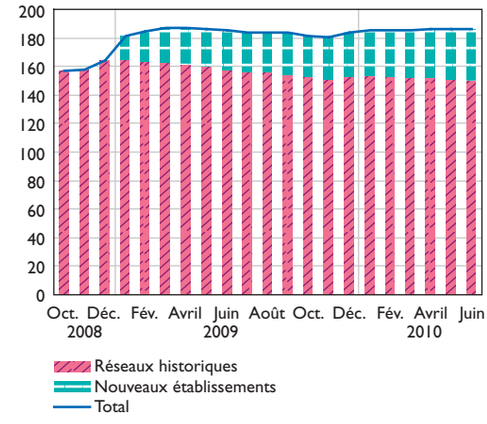

*Source : Banque de France*

a entraîné une forte poussée des encours, qui a toutefois rapidement laissé place à une croissance très modérée. Au cours du premier semestre 2009, les encours se sont ainsi progressivement stabilisés, atteignant 185,8 milliards en juin, les flux de collecte mensuels devenant même légèrement négatifs à partir du mois de mai.

Cependant, les encours gérés par les réseaux historiques n'ont été que marginalement affectés, enregistrant tout au plus une légère baisse. Au 30 juin 2010, plus de 150 milliards d'euros étaient toujours déposés sur les livrets A et bleus ouverts sur leurs livres, soit environ 80 % du total des encours de l'ensemble des réseaux (graphique 5).

**Graphique 5 Répartition des encours de livrets A et bleus par types de réseau**

*(en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France*

4 *La Commission européenne avait en effet souligné, dans un avis du 10 mai 2007, l'entrave à la libre prestation de services que constituait une distribution exclusive.*

Par ailleurs, la réforme a permis de maintenir le niveau des encours centralisés au fonds d'épargne pour l'année 2009. Le décret du 4 décembre 2008 a introduit dans un premier temps une période de transition pour les modalités de centralisation, en fixant un objectif de 160 milliards d'euros au montant devant être attribué, chaque mois, au fonds d'épargne. La répartition entre les établissements distributeurs s'opère dès lors selon une clé prenant en compte une composante historique, une quote-part assise sur les encours de livrets A et LDD collectés et une quote-part assise sur les flux enregistrés sur ces produits [5].

À l'issue de la première année de mise en œuvre de la réforme, le total des fonds centralisés a atteint 169 milliards d'euros, dont 152,6 milliards en provenance des réseaux historiques. De fait, les nouveaux établissements collecteurs ne centralisent encore que moins de 20 % des encours qu'ils collectent. Au cours de l'année 2009, les fonds qu'ils ont centralisés ayant augmenté progressivement tandis que ceux des anciens réseaux diminuaient symétriquement, le volume total des fonds centralisés est resté stable (graphique 6).

**Graphique 6 Répartition de la centralisation au fonds d'épargne par types de réseau**

*(en milliards d'euros)*

*Sources : Caisse des dépôts et consignations, OER*

# 2| Enjeux et perspectives

## 2|1 Les enjeux liés à la détention des livrets

La généralisation de la distribution du livret A s'est accompagnée de l'engagement de tous les établissements de crédit distribuant ce produit de favoriser l'accessibilité bancaire, engagement retranscrit dans une charte destinée à renforcer l'effectivité du droit au compte. Aux termes de la loi [6], La Banque Postale est plus spécialement investie de cette mission. Dans ce cadre, elle s'est ainsi engagée à ouvrir un livret A à la demande de tout particulier qui dépose une somme minimale de 1,5 euro contre 10 euros pour les autres établissements de crédit. Ces livrets peuvent également recevoir des versements de prestations sociales ou de pensions et faire l'objet de prélèvements tels que ceux liés au recouvrement des loyers d'habitations à loyer modéré ou de la taxe d'habitation. Pour mener à bien cette mission, La Banque Postale reçoit une rémunération qui s'est élevée à 280 millions d'euros en 2009.

En conséquence de ces dispositions, elle continuera comme par le passé à héberger de nombreux livrets de faible encours et faisant l'objet de nombreux mouvements. Fin 2009, 60 % des comptes sur livret A ouverts sur ses livres étaient crédités d'un encours inférieur à 150 euros, la moyenne nationale étant de 51 %. Dans les faits, la moitié des bénéficiaires de minimums sociaux domiciliés à La Banque Postale utilisent leur livret A pour percevoir les versements de prestations sociales. Le livret A constitue donc un outil de bancarisation pour les populations modestes.

Par ailleurs, la réforme prévoit la mise en place d'un dispositif visant à prévenir les situations de double détention de livrets A, proscrites par la loi. Ces situations, en nombre significatif, préexistaient à la réforme. Elles ne sont le plus souvent pas liées à des fraudes intentionnelles, correspondant notamment à la détention en double de livrets ouverts à la naissance ou dans l'enfance et méconnus de leurs titulaires. La généralisation à toutes les banques de la distribution du livret A a accru significativement les risques de multidétention. La loi LME prévoit ainsi que tous les établissements de crédit saisis d'une demande

5 *Décret n°2008-1264 du 4 décembre 2008, article 6*
6 *Article L 518-25-1 du* Code monétaire et financier

d'ouverture de livret devront vérifier préalablement si la personne est déjà en possession d'un livret A, par consultation du fichier national de recensement des comptes bancaires (fichier FICOBA) géré par l'administration fiscale. Compte tenu des délais de mise en place du système de consultation préalable de ce fichier, la vérification de la détention de livret A intervient actuellement après l'ouverture du nouveau livret (« *ex post* »), les banques informant dans un deuxième temps leurs clients des situations de multidétention et leur demandant de régulariser leur situation. L'amélioration du système de vérification est ainsi l'un des enjeux des années à venir.

## 2|2 Quel emploi des fonds non centralisés ?

Conformément à la possibilité que leur a ouverte la LME, les établissements collecteurs ont conservé dans leurs livres une importante partie des encours collectés sur les livrets A et les LDD. Au 31 décembre 2009, 85,6 milliards d'euros sur les 250 milliards collectés sur les livrets A et LDD, soit 34 % des encours, n'étaient pas centralisés. Les banques ont l'obligation d'employer ces fonds non centralisés à hauteur de 80 % pour financer les besoins de trésorerie et d'investissement des PME, et pour une fraction supplémentaire d'au moins 5 % (portée à 10 % en 2010), aux travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens. En outre, lorsqu'elles enregistrent une augmentation des sommes collectées et non centralisées au cours d'une année, elles doivent affecter au moins la moitié de cette augmentation au financement des PME.

Selon les données dont dispose l'OER, l'encours des prêts consentis par les banques aux PME s'élevait à 226,2 milliards d'euros à fin 2009, en hausse de 6,4 milliards par rapport à fin 2008, tandis que celui des prêts destinés à financer des travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens atteignait 1,8 milliard, en progression de 1,2 milliard (cf. tableau 2). En regard, l'encours des fonds collectés sur livret A et LDD et non centralisés s'est accru sur la même période de 12,4 milliards.

**Tableau 2 Emploi des fonds non centralisés**

*(en milliards d'euros)*

| Encours | 4e trimestre 2008 (a) | 4e trimestre 2009 |
|---|---|---|
| **Fonds restant au bilan des établissements collecteurs en fin de trimestre** | **73,2** | **85,6** |
| Prêts aux PME | 219,8 | 226,2 |
| Prêts destinés à financer les travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens | 0,6 | 1,8 |
| **Total des prêts aux PME et des financements des travaux d'économie d'énergie** | **220,4** | **227,9** |

*Source : OER*

*a) Données à fin 2008 retraitées en appliquant la réglementation en vigueur à compter du 1er janvier 2009 qui a notamment élargi le volume des prêts aux PME éligibles au financement sur les ressources du livret A et du LDD.*

À ce stade, il reste difficile de porter un jugement sur ces évolutions compte tenu des conditions exceptionnelles qui ont prévalu en 2009 en matière de demande et d'offre de crédit dans le contexte spécifique de la crise économique.

Toutefois, l'OER procèdera en temps utile à un examen approfondi de l'emploi des fonds non centralisés au regard des montants collectés, en tenant compte de l'évolution de l'environnement macroéconomique et du cycle conjoncturel. À cet égard, les besoins de financement des entreprises devraient fortement augmenter, dans un contexte de sortie de crise supposant la reprise des investissements et la reconstitution des stocks [7]. En conséquence, l'utilisation par les banques de la partie non centralisée de l'épargne règlementée pour le financement des PME et des TPE, qui ne peuvent le plus souvent recourir aux émissions obligataires, constituera un enjeu important dans les années à venir.

## 2|3 Les enjeux de la centralisation au fonds d'épargne

Dès le 1er janvier 2012, la centralisation au fonds d'épargne s'opérera à un taux unique pour les anciens réseaux et les nouveaux établissements collecteurs.

7 *Les plus importantes banques françaises se sont, par ailleurs, engagées à consacrer en 2010 une enveloppe de 96 milliards d'euros de crédit aux PME et TPE.*

Ce nouveau mode de centralisation devra permettre de préserver l'équilibre du fonds d'épargne.

Le décret précité du 4 décembre 2008 dispose que ce nouveau mode de centralisation devra être fixé au plus tard le 30 septembre 2011 et prévoit à cet effet la prise en compte les éléments suivants :

• un niveau de centralisation de référence de 70 % ;

• le niveau de la centralisation effective en 2011 ;

• le niveau des dépôts collectés sur livrets A et LDD en 2011 et son évolution prévisionnelle ;

• les besoins prévisionnels du fonds d'épargne au bénéfice du logement social et de la politique de la ville ;

• les besoins de financement des PME et des travaux d'économie d'énergie.

Par ailleurs, ainsi que la loi LME le précise, le fonds d'épargne doit, afin de maintenir une liquidité suffisante, respecter un ratio de 125 % entre ses ressources et les prêts finançant le logement social et la politique de la ville. Or, ces emplois ont fortement augmenté ces dernières années et l'on peut s'attendre à la poursuite de leur accroissement dans les années à venir. En raison de l'évolution du prix des logements privés, des conséquences de certains mécanismes de fonctionnement du parc social – notamment le droit au maintien dans les lieux – ou encore de la mise en place du droit au logement opposable, la construction de 120 000 logements sociaux par an est jugée nécessaire. En outre, la CDC remet à disposition du secteur bancaire, sous forme de prêts de refinancement à très long terme une partie des fonds collectés. Ces prêts, qui représentaient 2,7 % des encours de livrets A et LDD en 2009, pourraient s'élever selon la CDC à 5,4 % des encours en 2012. Ainsi, l'encours total des prêts accordés par le fonds d'épargne pourrait-il atteindre 152 milliards d'euros fin 2013, à comparer à 114 milliards fin 2009.

Les enjeux de la centralisation de la collecte au fonds d'épargne dépassent toutefois, comme on l'a vu, la seule problématique de l'équilibre à moyen et long termes de ce fonds : la définition du régime définitif devra aussi tenir compte de ses incidences potentielles sur la capacité des banques à financer les PME. La mise en place du nouveau dispositif nécessitera ainsi la bonne information de tous les acteurs concernés.

# Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs

**Safia LEKEHAL**
*Autorité de Contrôle Prudentiel*
*Direction des Études et des Relations internationales*
Service des Études macro prudentielles et actuarielles

**Omar BIROUK et Julia GUÉRIN**
*Banque de France*
*Direction des Statistiques monétaires et financières*
Service d'Analyse et de Statistiques des investisseurs institutionnels

*Les placements des assureurs français jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie compte tenu de l'importance de leur encours (1 586 milliards d'euros au total à fin 2009). L'analyse qui en est faite dans le présent article est la deuxième du genre après celle publiée l'an dernier. Un de ses principaux apports réside dans la mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) que les organismes d'assurance détiennent en portefeuille, opération permettant de déterminer la nature des bénéficiaires finaux du financement intermédié par le secteur assurantiel. Par ailleurs, l'orientation des placements des ménages en unités de compte fait, pour la première fois, l'objet d'une analyse spécifique.*

*À fin 2009, les placements des assureurs sont constitués pour près de la moitié par des titres émis par les non-résidents, dont les trois quarts sont issus de la zone euro. Les titres émis par des sociétés non financières françaises représentent 7,1 % du total de leurs placements, soit une part nettement supérieure à celle des titres de signatures* corporate *de la zone euro hors France, qui s'élève à 3,8 %. En revanche, s'agissant des titres émis par les administrations publiques, les placements en titres d'émetteurs de la zone euro hors France (15,1 %) l'emportent sur ceux en titres français (12,3 %).*

*Les titres de créance représentent toujours une part prépondérante des portefeuilles (près des deux tiers du total des placements). En 2009, la baisse des taux d'intérêt a incité les assureurs à allonger l'horizon de leurs placements en titres de créance afin de maintenir leur niveau de rendement moyen.*

*L'analyse sur les contrats en unités de compte a conduit à mettre en transparence les OPCVM qui constituent la majeure partie des placements effectués en représentation de ces contrats, et a permis de préciser les caractéristiques des instruments dans lesquels ces OPCVM sont eux-mêmes investis. Les actions et les titres de créance représentent ainsi respectivement 30 % et 34 % du total de leurs portefeuilles. Cette mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs montre également que la diversification géographique des placements en unités de compte est beaucoup plus forte qu'il n'y paraît en première analyse, puisque les actifs financiers détenus par ces OPCVM sont constitués à hauteur de 44 % par des titres étrangers, dont les trois quarts sont émis par des résidents de la zone euro.*

Mots-clés : organismes d'assurance, assureurs vie, assureurs vie-mixte, assureurs non-vie, provisions techniques, contrats en euros, contrats en unités de compte, placements financiers, mise en transparence, épargne des ménages, circuits de financement, titres de créance, obligations, actions

Code JEL : G22

Cette étude, élaborée conjointement par les services de l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et de la Banque de France, porte essentiellement sur la composition des placements effectués par les organismes d'assurance. S'inscrivant dans le prolongement d'une première étude publiée en septembre 2009 [1], elle vise d'abord à fournir une mise à jour sur l'année 2009 des informations déjà publiées sur les années 2006 à 2008. Cependant, celles-ci ont été enrichies de nouveaux aspects, et notamment d'une analyse des placements des ménages investis en « contrats en unités de compte ».

Deux types d'organismes se distinguent au sein du secteur des assurances, les assureurs vie et mixte d'une part et les assureurs non-vie d'autre part. Les premiers gèrent la majorité des « contrats en euros », pour lesquels l'assureur garantit les sommes investies, et l'ensemble des « contrats en unités de compte » dont la valeur fluctue en fonction des marchés. Les seconds couvrent la plupart des risques de dommages aux biens et les risques relatifs à la personne non liés à la durée de la vie humaine (incapacité, invalidité, santé) : ils prennent essentiellement des engagements à court terme (en moyenne un an) et règlent, en général, les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile ou l'assurance construction. Pour toutes les raisons précitées, les placements du secteur des assurances sont principalement le fait des organismes pratiquant l'assurance vie.

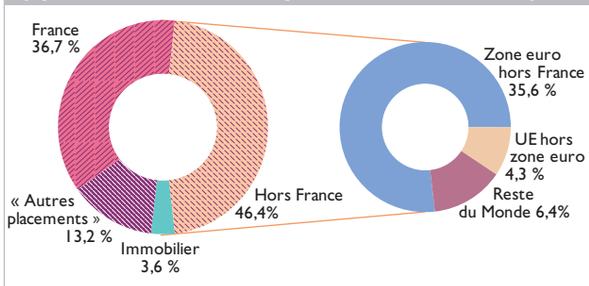
# 1| Structure des placements des assureurs par nature d'instrument et par secteur bénéficiaire

Dans le cadre de cette étude, les placements ont été analysés indépendamment des critères prudentiels habituellement mis en œuvre. Les ventilations obtenues regroupent ainsi les placements effectués en représentation des engagements réglementés, les placements représentatifs des contrats en unités de compte (UC) et ceux pouvant être qualifiés de« libres » car correspondant au surplus de fonds propres par rapport aux minima réglementaires. Les premiers représentent de loin la part la plus importante des placements (plus de 85 %). La réglementation qui leur est applicable (Art. R.332-2 du *Code des assurances*) influence donc fortement le choix des investissements des organismes d'assurance.

## 1|1 La répartition géographique et sectorielle des placements

À fin 2009, les avoirs des assureurs de l'échantillon en titres émis par des non-résidents représentent 46,4 % du total de leurs placements, une proportion équivalente à celle observée en 2008 : ces avoirs sont constitués aux trois quarts de titres d'émetteurs de la zone euro hors France. Quant aux titres émis par des non-résidents hors UE, leur part se maintient au voisinage de 6 % entre 2008 et 2009 tandis que celle des titres émis par des émetteurs de l'UE hors zone euro, en légère baisse, atteint fin 2009 un peu plus de 4 %.

**Graphique 1 Répartition géographique des émetteurs des titres détenus par les assureurs en 2009 (après la mise en transparence des OPCVM)**




*Total des placements : 1 550 milliards d'euros*

En 2009, les compagnies d'assurance consacrent 12,3 % de leurs placements au financement du secteur des administrations publiques françaises, principalement sous forme de titres d'État. La part des placements en titres émis par des institutions financières résidentes (hors assurances) est un peu plus élevée (14,6 %).

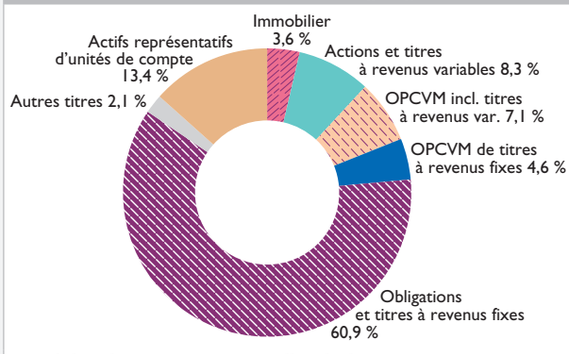
1 « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », Bulletin de la Banque de France *n° 177, 3e trimestre 2009*

## Données sources

*L'analyse des placements des assureurs présentée ici est effectuée sur la base des états agrégés des placements et des états annuels détaillés des placements qui, conformément à l'article A.344-3 du* Code des assurances, *recensent, titre par titre, la totalité des actifs détenus. Elle porte sur un échantillon de 110 sociétés d'assurance du marché français, détenant un montant total de 1 550 milliards d'euros de placements, soit plus de 97 % du total des portefeuilles des institutions hors sociétés de réassurance régies par le* Code des assurances. *Les institutions de prévoyance, les mutuelles et les sociétés de réassurance sont en dehors du champ de l'étude. Les résultats présentés portent sur les placements en valeur de réalisation [1] au 31 décembre de l'année considérée, sauf mention contraire. Les valeurs de réalisation, contrairement aux valeurs comptables, intègrent les plus ou moins-values latentes. Les placements des opérations vie constituent près de 90 % des actifs des assureurs de l'échantillon, soit une part du même ordre que celle observée pour le secteur pris dans son ensemble.*

*Les états détaillés des placements ont été exploités de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble du portefeuille par nature d'instrument financier, par zone géographique et secteur émetteur, ainsi qu'en fonction des caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. Par ailleurs, la mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs a permis d'identifier les bénéficiaires finaux des financements. Ainsi, par exemple, la proportion des actions ayant pu être identifiées dans les états détaillés est nettement inférieure à la part qu'elle représente dans les états agrégés. Toutefois, la première devient supérieure à la seconde après la mise en transparence des OPCVM et la prise en compte des actions détenues par ces OPCVM. Le gain en précision sur les caractéristiques des placements qu'apporte l'exploitation des états détaillés titre par titre est toutefois amoindri par le fait que la nature précise de certains actifs est parfois difficile à appréhender. Aussi bien, tous les actifs dont la nature ne peut être aisément identifiée au moyen d'un code ISIN (*International Securities Identification Numbers*) ou de tout autre attribut ont été regroupés dans le poste « Autres placements » : tel est le cas des actions non cotées, des actifs immobiliers ou des produits dérivés, pour lesquels il apparaît un écart important entre le poids qu'ils représentent dans l'état agrégé des placements et celui ressortant de l'état détaillé correspondant. Les placements immobiliers ont été identifiés à partir des états agrégés et déduits des « Autres placements ».*

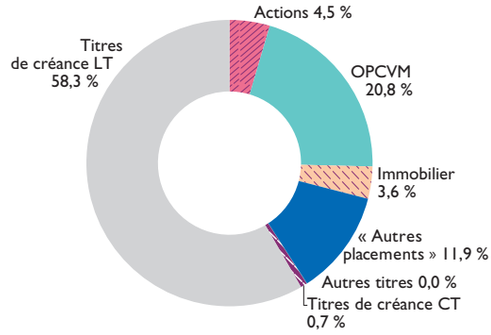
**Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2009 (états agrégés)**



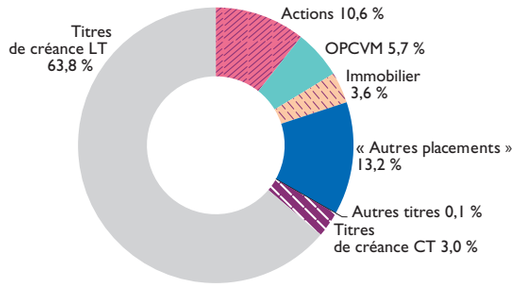

*Total des placements : 1 550 milliards d'euros*

**Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2009 (états détaillés)**

**Avant la mise en transparence des OPCVM**




**Après la mise en transparence des OPCVM**



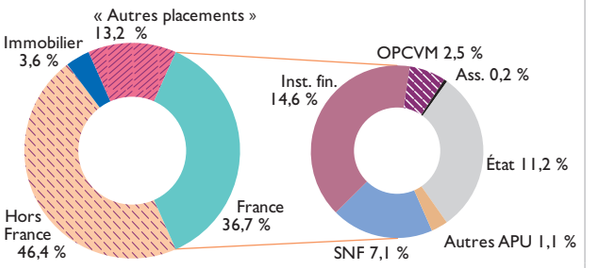

*Total des placements : 1 550 milliards d'euros*

*Les graphiques ci-contre présentent la structure des placements des assureurs au 31 décembre 2009 telle qu'elle ressort des trois sources de données de l'étude. Le premier la retrace selon les informations tirées des états agrégés, qui permettent d'appréhender les placements ne disposant pas de code ISIN. Les deux suivants la présentent à l'aune des données figurant dans les états détaillés, avant et après mise en transparence.*

1 *La valeur de réalisation est la valeur de marché des placements des assureurs et comprend ainsi les plus ou moins-values latentes. Ces dernières sont calculées par différence entre la valeur de réalisation et la valeur nette comptable.*

En regard, la participation directe de l'assurance au financement des entreprises apparait plus modeste : les avoirs des assurances en titres émis par des sociétés non financières résidentes représentent 7,1 % du total des placements du secteur (chiffre constituant un minorant du fait d'une inévitable sous-évaluation des actions non cotées). Cette proportion est cependant nettement plus forte que celle des placements en titres de sociétés non financières de la zone euro hors France (3,8 %). De fait, lorsque les assureurs investissent en titres d'émetteurs de la zone euro hors France, ils privilégient davantage les administrations publiques (15,1 % de leurs placements) que lorsqu'ils investissent en France.

**Graphique 2 Répartition sectorielle des placements des assureurs en 2009 (après la mise en transparence des OPCVM)**




*Total des placements : 1 550 milliards d'euros*

**Tableau 1 Répartition par nature d'instrument et secteur émetteur des placements des assureurs en 2009 après la mise en transparence des OPCVM**

*(en % du total des placements)*

| | France | | | | | | | Zone euro hors France | | | | | | | UE hors zone euro | | | | | | TOTAL Reste du Monde | Immobilier | « Autres placements » | TOTAL |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | SNF | Institutions financières | OPCVM | Assurances | État | Autres APU | Sous-total | SNF | Institutions financières | OPCVM | Assurances | État | Autres APU | Sous-total | SNF | Institutions financières | OPCVM | Assurances | État | Sous-total | | | | |
| Titres de créance | 2,6 | 13,0 | | 0,2 | 11,2 | 1,1 | 28,1 | 1,8 | 12,6 | | 0,3 | 14,9 | 0,2 | 29,7 | 0,6 | 3,1 | | 0,1 | 0,1 | 3,9 | 5,0 | | | 66,8 |
| • Court terme | 0,2 | 1,3 | | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 1,9 | 0,0 | 0,5 | | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,7 | 0,0 | 0,3 | | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,2 | | | 3,0 |
| • Long terme | 2,4 | 11,7 | | 0,2 | 10,8 | 1,1 | 26,3 | 1,7 | 12,0 | | 0,3 | 14,8 | 0,2 | 29,1 | 0,6 | 2,8 | | 0,1 | 0,1 | 3,6 | 4,9 | | | 63,8 |
| *dont : obligations* | 1,9 | 4,3 | | 0,1 | 10,1 | 0,6 | 17,1 | 0,7 | 6,8 | | 0,1 | 10,6 | 0,1 | 18,3 | 0,1 | 0,5 | | 0,1 | 0,1 | 0,8 | 1,7 | | | 38,0 |
| *BTMN-EMTN* | *0,0* | *7,0* | | *0,0* | *0,0* | *0,5* | *7,6* | *0,8* | *4,3* | | *0,0* | *0,1* | *0,0* | *5,2* | *0,4* | *1,9* | | *0,0* | *0,0* | *2,3* | *3,0* | | | *18,1* |
| *autres TC à long terme* | *0,5* | *0,4* | | *0,1* | *0,7* | *0,0* | *1,6* | *0,2* | *0,9* | | *0,2* | *4,1* | *0,1* | *5,5* | *0,0* | *0,4* | | *0,0* | *0,0* | *0,4* | *0,2* | | | *7,7* |
| Actions | 4,4 | 1,6 | | 0,0 | 6,0 | | 6,0 | 2,0 | 0,6 | | 0,2 | | | 2,9 | 0,3 | 0,1 | | 0,0 | | 0,4 | 1,2 | | | 10,6 |
| OPCVM | 0,0 | | 2,5 | | | | 2,5 | 0,0 | | 3,0 | | | | 3,0 | | | 0,0 | | | 0,0 | 0,2 | | | 5,7 |
| Immobilier | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3,6 | | 3,6 |
| « Autres placements » | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 13,2 | 13,2 |
| Autres titres | 0,0 | 0,0 | | | | | 0,1 | | | | | | | | | | | | | | 0,0 | | | 0,1 |
| **TOTAL** | 7,1 | 14,6 | 2,5 | 0,2 | 11,2 | 1,1 | 36,7 | 3,8 | 13,2 | 3,0 | 0,5 | 14,9 | 0,2 | 35,6 | 0,9 | 3,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 4,3 | 6,4 | 3,6 | 13,2 | 100,0 |

*Note : Dans ce tableau, ainsi que dans les graphiques correspondants, la somme des composantes peut ne pas être égale au total, en raison des arrondis.*

## 1|2 Les titres de créance

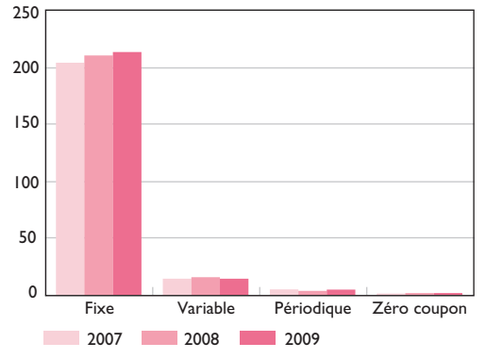
### 1|2|1 Structure des portefeuilles obligataires

La structure des placements des assureurs reflète celle des engagements figurant à leur passif compte tenu des règles d'adossement qu'ils sont généralement amenés à suivre. La possibilité de rachat concernant un nombre important de contrats d'assurance vie ainsi que l'existence de garanties (notamment en termes de taux de rendement minimum) incitent à la détention d'une composante importante sous forme de titres obligataires liquides. En 2009, la part des titres obligataires, qui représentent plus de la moitié des titres de créance à long terme en portefeuille, est de 38 % du total des placements (1 550 milliards d'euros) en tenant compte de la détention directe et indirecte (cf. tableau 1).

L'étude des caractéristiques en termes de rendement des obligations logées dans le portefeuille des assureurs après mise en transparence porte sur un échantillon restreint de ces obligations (234 milliards d'euros, soit 39 % de l'encours et 22 % de celui des titres de créance en portefeuille) compte tenu des informations disponibles sur les lignes de titres en cause. Elle confirme la prépondérance des titres versant un coupon fixe (90 % des titres obligataires en 2009 servent un taux fixe) déjà constatée les années précédentes.

**Graphique 3 Répartition des encours des portefeuilles obligataires des assureurs par type de taux**

*(en milliards d'euros)*

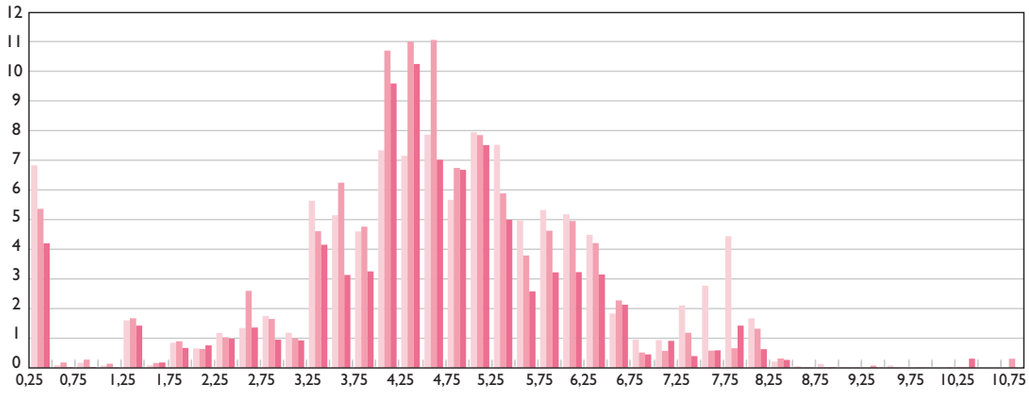



L'évolution entre 2007 et 2009 de la distribution des taux de rendement nominaux [2] des obligations détenues en portefeuille (cf. graphiques 4A et B) montre la réduction de la part des titres dont le rendement est supérieur à 5,5 %, à compter de l'année 2008. En contrepartie, la proportion des titres de rendement compris entre 4 % et 5 % a augmenté. Ainsi, les portefeuilles présentent en 2008 et 2009 une structure de taux comparable. Certes, ils comportent, pour l'année 2009, une fraction de titres dont le taux dépasse les 8 % mais celle-ci reste très marginale. Le taux de rendement moyen des titres obligataires de 2009 (4,2 %) enregistre, quant à lui, une légère baisse (– 30 points de base) par rapport à 2008 (4,5 %). La translation vers le bas de la courbe des taux ainsi que le renouvellement des obligations échues par de nouveaux titres moins bien rémunérés expliquent cette évolution.

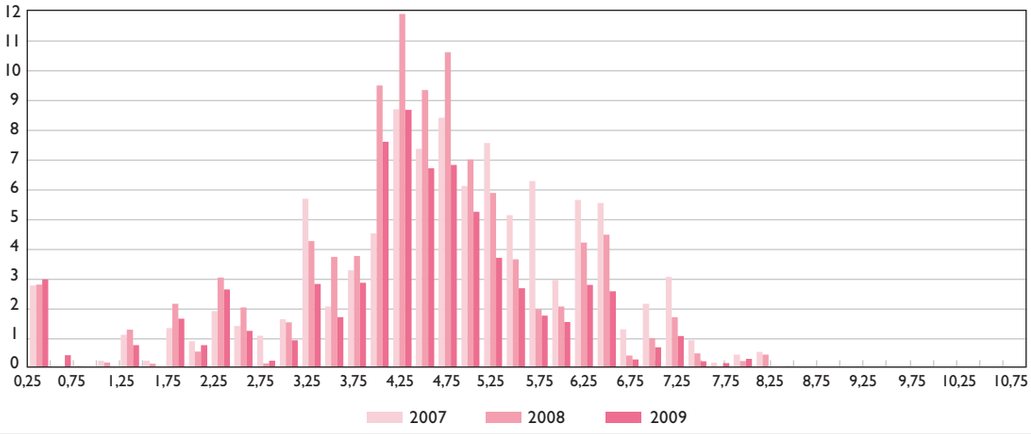
**Graphique 4 Distribution des taux de rendement nominaux des placements obligataires des assureurs (hors obligations à taux zéro ou à taux non identifié)**

*(structure des placements et taux de rendement en %)*

**A – des assurances vie**



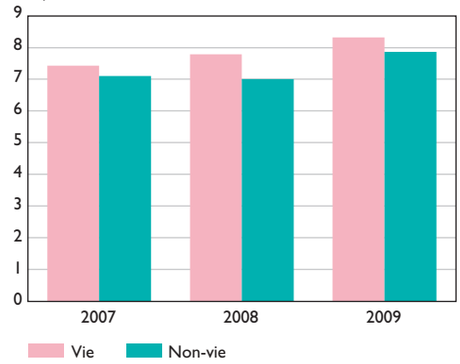

**B – des assurances non-vie**




2 *Taux de rendement calculés sur la base du rapport de l'intérêt servi sur le titre obligataire à la valeur comptable brute de celui-ci. Il s'agit donc de taux de rendement faciaux à l'acquisition. Dans le cas des obligations à taux variable, l'intérêt nominal tient compte de l'évolution de l'indice ou du taux de référence.*

**Graphique 5 Évolution de la durée résiduelle moyenne pondérée du portefeuille de titres de créance des assureurs (hors titres perpétuels)**

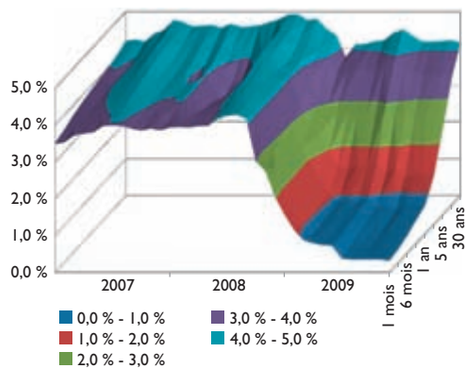
*(en années)*




L'analyse des échéances des titres obligataires détenus permet de mettre en évidence un allongement de la durée résiduelle moyenne pondérée des portefeuilles (hors titres perpétuels) (cf. graphique 5). Sensible chez les assureurs vie puisque cette durée moyenne y passe de 7,8 années en 2008 à 8,3 années en 2009, le mouvement est plus marqué chez les assureurs non-vie pour lesquels celle-ci s'allonge de 7 années en 2008 à 7,9 années en 2009, une évolution sans doute principalement justifiée par le redressement de la pente de la courbe des taux induit par la forte baisse des taux courts (cf. graphique 6).

De fait, l'évolution de la répartition des obligations détenues par les assureurs vie et non-vie selon leur durée résiduelle (cf. graphiques 7 et 8) indique une augmentation de la proportion de celles dont la durée résiduelle est supérieure à 8 ans. La déformation de la structure par terme des taux d'intérêt a eu ainsi une conséquence directe et immédiate sur le portefeuille obligataire des assureurs qui, pour maintenir leur niveau de rendement moyen, ont généralement allongé la durée de leurs placements.

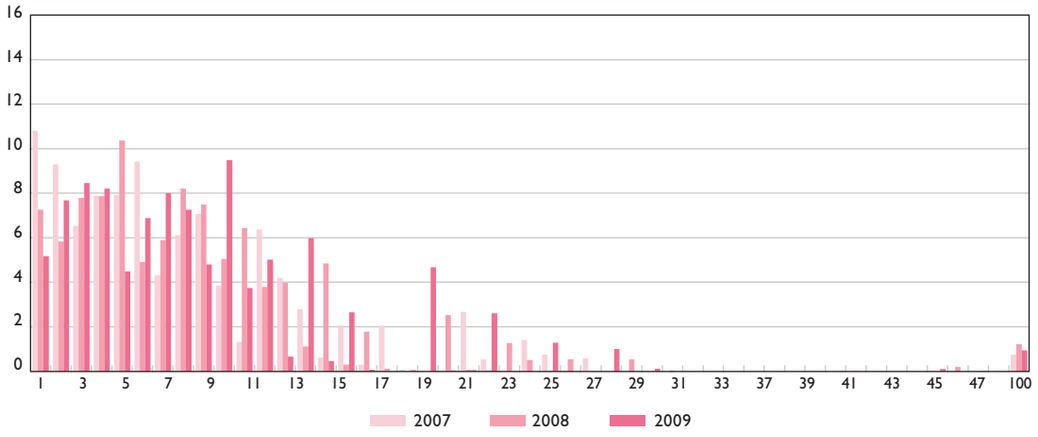
**Graphique 6 Structure des rendements actuariels des portefeuilles de titres d'État par durée résiduelle et par date d'émission**




*Source : Banque de France*

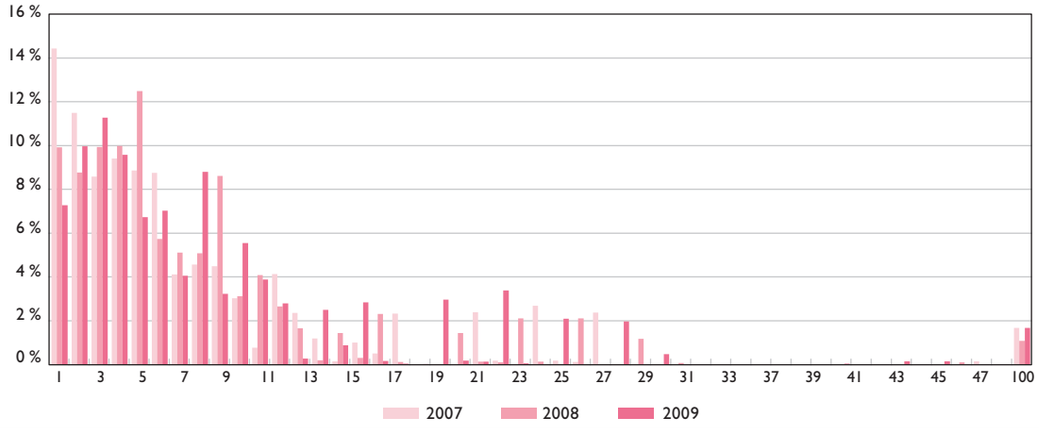
**Graphique 7 Répartition des placements obligataires des assureurs vie selon leur durée résiduelle**

*(abscisses : durée en année ; ordonnées : répartition en %)*



**Graphique 8 Répartition des placements obligataires des assureurs non-vie selon leur durée résiduelle**

*(abscisses : durée en année ; ordonnées : répartition en %)*




## 1|2|2 Notation des titres de créance détenus par les assureurs

La comparaison des portefeuilles de titres de créance des assureurs vie et des assureurs non-vie montre à cet égard une structure des placements très similaire : dans les deux cas, la part des titres *investment grade* [3] s'établit autour de 84 % tandis que celle des titres *speculative grade* s'élève tout au plus à environ 3 %, le solde (environ 13 %) étant constitué de titres non notés.

## 1|2|3 Détention d'« obligations sécurisées » [4] par les assureurs

Les obligations sécurisées [5] représentent une part significative des placements des assureurs en titres de créance : à fin 2009, celle-ci avoisinait 10 % pour les assureurs vie comme pour les assureurs non-vie.

Les titres émis par les résidents nationaux et ceux émis par les résidents d'autres pays de la zone euro représentent des proportions analogues [6]. Ces lignes

**Tableau 2 Détention des obligations sécurisées par les assureurs**

*(en montant et en pourcentage du total des titres de créance)*

| | Encours globaux en milliards d'euros | Encours globaux en % des TC | Obligations sécurisées émises par des résidents en % des TC | Obligations sécurisées émises par des résidents de la zone euro (hors France) en % des TC | Obligations sécurisées émises par des résidents de l'UE (hors zone euro) en % des TC | Obligations sécurisées émises par le reste du monde en % des TC |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Non-vie | 7 | 8,6 | 4,4 | 3,6 | 0,6 | 0,1 |
| Vie-mixte | 92 | 9,5 | 4,4 | 4,3 | 0,7 | 0,1 |
| **Total** | **99** | **9,5** | **4,5** | **4,3** | **0,7** | **0,1** |

3 *Titres dont la note est supérieure ou égale à BBB-pour Fitch ratings et Standard & Poor's et Baa3 pour Moody's. Les titres* speculative grade *sont ceux dont la note est inférieure à BBB- pour Fitch ratings et Standard & Poor's et Baa3 pour Moody's. Le critère retenu correspond à la plus basse note décernée par l'une des trois principales agences de notation.*

4 *Terme correspondant à la dénomination française des* covered bonds.

5 *Dans le cadre de cette étude, ces instruments sont définis comme des titres qui ont comme support des crédits immobiliers et qui bénéficient d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, le cas échéant prévu par la loi (cf., par exemple, les obligations foncières françaises), sinon par contrat (cf.* covered bonds *). Le périmètre des obligations sécurisées retenu inclut, outre les obligations foncières et les obligations CRH, diverses émissions effectuées notamment dans le cadre des programmes de* covered bonds *des grandes banques françaises qui se sont développés ces dernières années.*

6 *La quasi-totalité de ces lignes figurent également parmi les titres admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème.*

forment l'essentiel des placements en obligations sécurisées des assureurs, les titres émis par des signatures du reste du monde en représentant une fraction négligeable.

## 1|3 Les actions

L'analyse des placements des assureurs en actions à partir des états détaillés donne très peu d'information en ce qui concerne les actions non cotées faute de disposer pour ces titres d'identifiants sous forme de code ISIN. Il convient dès lors d'utiliser les états agrégés qui retracent les placements en valeur nette comptable [7] et permettent d'identifier les titres relatifs aux participations [8] inclus dans le poste « Actions et titres à revenus variables » (cf. graphiques 9 A et B).

Chez les assureurs non-vie, l'investissement en actions s'explique par la gestion d'une plus grande proportion d'actifs « libres », mais il répond également à la nécessité de couvrir des risques à très long terme. Si quelques assureurs vie et mixte présentent des taux d'investissement en actions élevés, c'est généralement en raison de la détention du capital social d'une filiale.

Le montant estimé des actions figurant parmi les investissements des assureurs, après mise en transparence des OPCVM qu'ils détiennent, peut être comparé à celui qui ressort de l'état agrégé des placements pour les actions détenues en direct. Dans cet état, celles-ci représentent 8,3 % des placements des assureurs. La mise en transparence des OPCVM met en évidence un apport supplémentaire d'actions correspondant à 30,4 % du total des titres d'OPCVM [9] (11,7 % du total des placements), faisant ainsi passer la part des actions au sein des placements des assureurs de 8,3 % à 11,8 %. Après ajout des actions détenues en représentation des unités de compte et identifiées grâce à la mise en transparence de leurs OPCVM sous-jacents, la proportion d'actions détenues par les assureurs s'élève au total à 15,8 % de leurs placements.

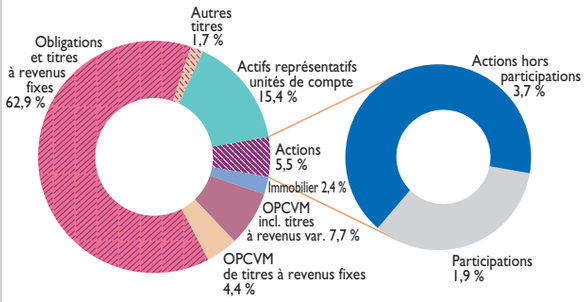
## 1|4 Évolution des plus ou moins-values latentes sur les différentes classes d'actifs

L'analyse précédente sur les placements en actions amène à comparer leurs plus-values latentes aux écarts latents constatés sur d'autres classes d'actifs : elle permet de constater des plus-values importantes sur les premiers, participations comprises, et ce en raison du redressement des valeurs boursières. Pour leur part, les OPCVM incluant des titres à revenus variables voient leur moins-value diminuer.

**Graphique 9 Structure de l'état agrégé des placements au 31 décembre 2009**

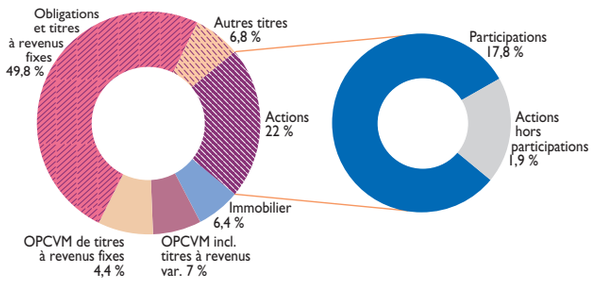
*(en valeur nette comptable)*

**A – des assureurs vie (avant la mise en transparence des OPCVM)**




*Total des placements : 1 353 milliards d'euros*

**B – des assureurs non-vie (avant la mise en transparence des OPCVM)**

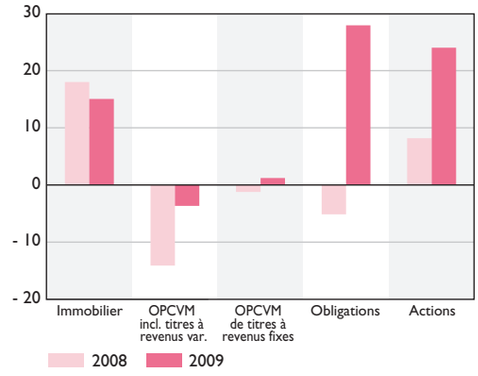



*Total des placements : 132 millions d'euros*

7 *La valeur nette comptable est utilisée pour prendre en compte les participations pour lesquelles il est difficile de disposer d'une valeur de marché fiable.*
8 *Titres émis par les entreprises liées et les entreprises avec lesquelles l'entreprise d'assurance a un lien de participation définies à l'annexe à l'article A. 343-1 du* Code des assurances.
9 *En considérant que les OPCVM qui n'ont pas pu être mis en transparence sont investis en actions dans les mêmes proportions que ceux mis en transparence.*

**Graphique 10 Évolution des plus ou moins-values latentes sur différentes classes d'actifs de 2008 à 2009**

*(en milliards d'euros)*




*Total des placements : 1 550 milliards d'euros en VR*
*Total des placements : 1 484 milliards d'euros en VNC*

# 2| Les placements en unités de compte des ménages

## 2|1 Contexte

En 2009, les flux nets de placements financiers des ménages se redirigent vers les contrats d'assurance vie. Le montant alloué à ces placements passe ainsi de 65 milliards d'euros en 2008 à 92 milliards d'euros en 2009 (cf. graphique 11). La majeure partie de ce flux a été investie dans des contrats en euros. Les contrats en unités de compte (UC), ont également profité de la reprise de la collecte, quoique dans une bien moindre mesure : les souscriptions nettes de contrats en UC redeviennent ainsi positives en 2009 à hauteur de 4 milliards d'euros, après une décollecte de 7 milliards d'euros en 2008.

Ce léger regain d'intérêt pour les contrats en unités de compte peut s'expliquer au moins par deux séries de facteurs :

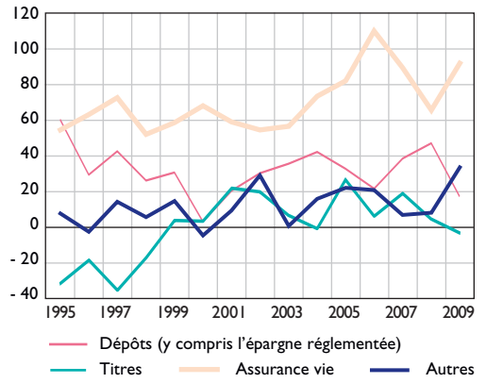
- d'une part, la forte baisse des taux à court terme sur l'année 2009, qui a entraîné celle des rémunérations servies sur les dépôts et placements monétaires (comptes sur livret, dépôts à terme à moins de 2 ans, OPCVM monétaires…). Ainsi, l'Euribor 3 mois est tombé de 3,26 % en décembre 2008 à 0,71 % en décembre 2009 tandis que le taux du livret A était ramené de 4 % à 1,25 % et que celui de l'ensemble des dépôts et placements monétaires revenait de 2,84 % à 0,93 % ;

- d'autre part, les marchés boursiers ont enregistré un net redressement, ainsi que l'illustre, par exemple, la remontée de l'indice CAC 40 en 2009 (+ 22,3 %, après – 42,7 % en 2008, cf. graphique 12).

L'examen des principales caractéristiques des contrats en unités de compte, portant sur un échantillon d'un montant de 190,5 milliards d'euros (92 % du total des

**Graphique 11 Flux nets d'investissement des ménages français**

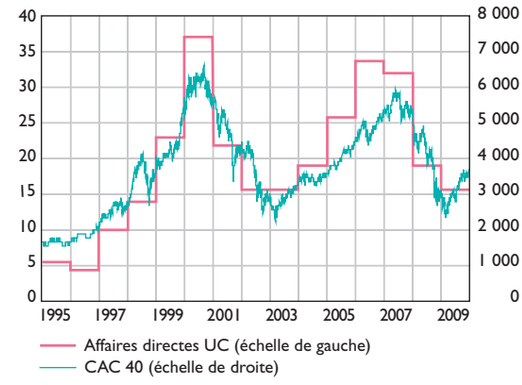
*(en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France*

**Graphique 12 Flux de souscriptions nouvelles sur les supports en unités de compte (affaires directes UC) et indice CAC 40**

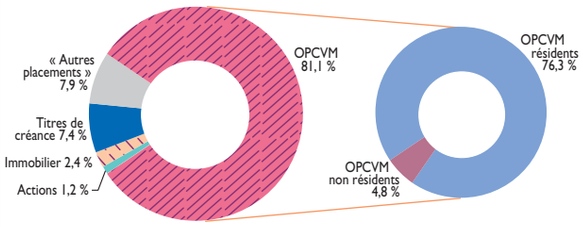
*(affaires directes en milliards d'euros, CAC 40 en points, )*



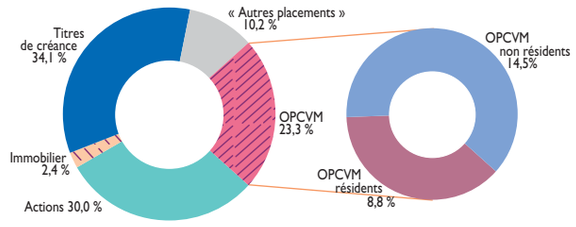

*Source : Autorité de Contrôle Prudentiel*

**Graphique 13 Ventilation des placements en unités de compte en 2009**

**Avant la mise en transparence des OPCVM**




**Après la mise en transparence des OPCVM**




*Total des placements : 207 milliards d'euros*

placements en UC), permet de constater que les actifs représentatifs des UC sont majoritairement des titres d'OPCVM (81,5 %) dont 4,8 % de titres d'OPCVM non résidents. Les proportions des autres placements apparaissent peu significatives, ce qui laisse supposer que les actions et les obligations sont détenues, pour l'essentiel, de manière indirecte, par le biais de ces titres d'OPCVM.

La mise en transparence des OPCVM concernés apporte un éclairage intéressant sur les actifs détenus indirectement par les ménages (cf. graphiques 13). Ils sont principalement constitués d'actions (30 % du portefeuille) et de titres de créance (34,1 %). Si le reliquat correspondant à des titres d'OPCVM résidents et étrangers représente encore une part, somme toute, importante (23 %), cela illustre en fait l'impossibilité de réaliser une mise en transparence complète en l'état actuel des bases de données exploitables.

## 2|2 Répartition géographique et sectorielle des placements

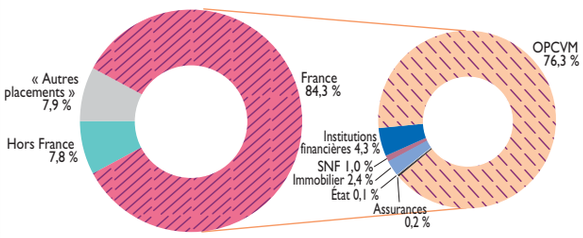
Pour les contrats en UC, le constat avant mise en transparence est que les ménages investissent de manière prépondérante dans les titres émis par des résidents (84,3 %).

La mise en transparence des OPCVM en portefeuille permet toutefois de nuancer ce premier constat. Elle fait en effet ressortir l'importance très significative des lignes de titres étrangers détenus indirectement au travers des OPCVM (44,4 %). La diversification géographique des actifs financiers des ménages se révèle donc plus marquée qu'il n'y paraît en première analyse.

En outre, l'examen des titres étrangers dans lesquels les ménages investissent *via* les UC (cf. graphique 15)

**Graphique 14 Répartition sectorielle des placements en unités de compte en 2009**

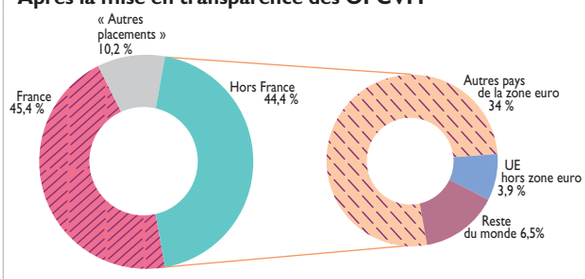
**Avant la mise en transparence des OPCVM**




*Total des placements : 207 milliards d'euros*

**Graphique 15 Répartition géographique des émetteurs des titres détenus en unités de compte en 2009**

**Après la mise en transparence des OPCVM**




*Total des placements : 207 milliards d'euros*

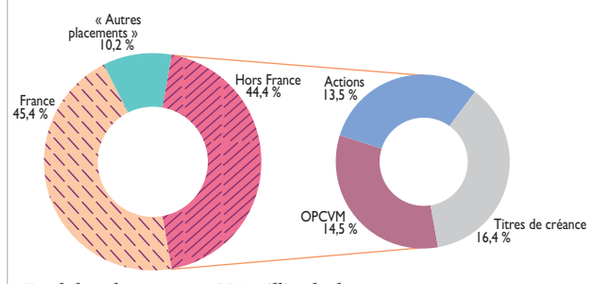
montre que les titres d'émetteurs de la zone euro hors France représentent la part la plus importante des placements : celle-ci s'élève à 34 % du total, soit près des trois quarts de l'encours des titres étrangers détenus. Cette forte proportion s'explique principalement par l'absence de risque de change et par le fait que la plupart des pays de la zone euro offrent des opportunités de placement plus ou moins équivalentes à celles du marché français.

L'analyse par nature d'instrument des titres étrangers détenus (cf. graphique 16) fait ressortir des investissements en actions et en titres de créance dont les proportions sont relativement proches de celles observées pour le total des placements détenus en représentation des UC (cf. graphique 13). La contrainte de diversification des portefeuilles ne semble donc pas changer fondamentalement les choix faits par les gestionnaires de ces contrats en termes de couple rendement/risque.

Au total, les éléments qui précèdent confirment que les assureurs semblent avoir généralement tiré les conséquences du redressement de la pente de la courbe des taux en 2009 : afin de maintenir le niveau de rendement de leur portefeuille, ils ont allongé la durée résiduelle moyenne de leurs titres obligataires.

Le taux de détention d'obligations sécurisées dans le portefeuille des assurances révèle, quant à lui, une

**Graphique 16 Répartition par nature d'instrument des titres étrangers détenus en unités de compte en 2009 (après la mise en transparence des OPCVM)**




*Total des placements : 207 milliards d'euros*

certaine appétence pour cette catégorie d'instruments, qui représente désormais près de 10 % de leurs encours de titres de créance en portefeuille.

Enfin, la mise en transparence des OPCVM auxquels les contrats en unités de compte sont adossés révèle une structure de placements privilégiant logiquement les actions et les titres de créance. L'analyse de l'origine des émetteurs de ces papiers fait également ressortir une certaine diversification géographique des placements en cause, et une tendance, peu surprenante, à privilégier les actifs émis par des signatures de la zone euro.

# Méthodologie

Les états détaillés des placements des organismes d'assurance comportent, pour chaque ligne de titres détenue, la valeur brute et nette au bilan ainsi que la valeur de réalisation au 31 décembre de l'année. Après un traitement d'harmonisation rendu nécessaire par l'absence de normalisation de ces documents, ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs gérés au sein de la Direction générale des Statistiques de la Banque de France, enrichis des référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non-résidents. Ces croisements permettent d'identifier, outre la nature des titres et leur durée initiale, le secteur institutionnel de l'émetteur.

Pour l'exercice 2009, ont été exploités les états détaillés des placements au 31 décembre de 110 sociétés représentant un montant de 1 550 milliards d'euros, soit la quasi-totalité des opérations régies par le *Code des assurances*.

Le taux de couverture de l'étude reste très satisfaisant pour l'année 2009.

**Taux de couverture de l'exploitation des états détaillés des placements des assureurs**

*(encours des placements en milliards d'euros, taux de couverture en %)*

| | Total des placements des sociétés ayant pu être analysées (états détaillés des placements) | Total des placements (états récapitulatifs des placements) | Taux de couverture |
|---|---|---|---|
| Vie et mixte | 1 386 | 1 406 | 98,6 |
| Non-vie | 159 | 180 | 88,3 |
| **Total** | **1 546** | **1 586** | **97,5** |

# La situation des PME en 2009 :
## leur structure financière résiste à la crise

**Jean-Luc CAYSSIALS, Élisabeth KREMP**
*Direction des Entreprises*
*Observatoire des entreprises*

*La crise survenue en 2008 et 2009 affecte les comptes des PME avec une baisse d'activité, un recul prononcé de la rentabilité et du taux d'épargne. Les PME exportatrices sont particulièrement touchées, comme les PME de l'industrie manufacturière. La fragilité d'un nombre croissant de PME s'exprime par la forte hausse des défaillances d'entreprises en 2009.*

*La chute de l'investissement de plus de 15 % est préoccupante et témoigne d'une vraie interrogation quant à la confiance des entreprises pour l'avenir. Le taux d'investissement, déjà structurellement faible dans les PME, décroche en 2009 et atteint son plus bas niveau depuis plus de dix ans.*

*La structure de bilan des PME est néanmoins préservée. Les capitaux propres sortent renforcés malgré l'impact défavorable de la baisse des profits, tandis que le poids de l'endettement baisse. Ce repli provient essentiellement des crédits à court terme, étroitement corrélés à l'activité. La trésorerie s'accroît et les besoins de financement à court terme, liés aux stocks et au crédit interentreprises, sont mieux maîtrisés.*

*Les données mensuelles de la centrale des risques confirment que la croissance des encours de crédit aux PME décélère en 2009, sans pour autant devenir négative. En glissement annuel, les encours de crédits mobilisés augmentent de 2,6 % en juin 2010.*

*Au-delà du faible endettement moyen des PME, les différences de comportements sont significatives entre un quart des entreprises ayant peu ou pas recours à l'endettement bancaire et un taux d'endettement financier global inférieur à 20 %, et un autre quart qui dépendent plus fortement de financements externes avec un taux d'endettement supérieur à 250 %. Ces dernières se caractérisent en contrepartie par la faiblesse de leurs capitaux propres.*

*Le montant des fonds propres nécessaire aux PME pour que leur endettement financier représente moins de 200 % de leurs fonds propres est ainsi estimé à 17,4 milliards d'euros, soit 10 % environ des fonds propres totaux des PME.*

Mots-clés : PME, activité, rentabilité, endettement, investissement, défaillances

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

**Tableau 1 Principales grandeurs retraçant l'activité des PME**

*(en pourcentage)*

| | Répartition de la valeur ajoutée | Variation 2009/2008 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Chiffre d'affaires | CA à l'exportation | Valeur ajoutée | Charges de personnel | Résultat brut d'exploitation |
| PME mono unité légale | 48,5 | - 3,9 | - 8,9 | - 2,2 | 0,5 | - 11,7 |
| PME multi unités légales | 44,0 | - 4,9 | - 11,2 | - 4,2 | - 0,3 | - 17,5 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 7,5 | - 8,7 | - 13,5 | - 7,6 | - 2,0 | - 31,8 |
| **Ensemble des PME** | **100,0** | **- 4,7** | **- 11,0** | **- 3,5** | **- 0,1** | **- 15,7** |
| *dont principaux secteurs :* | | | | | | |
| *Industrie manufacturière* | *24,0* | *- 9,2* | *- 14,8* | *- 8,6* | *- 3,3* | *- 27,1* |
| *Construction* | *18,6* | *- 3,0* | *- 1,5* | *- 1,9* | *0,7* | *- 12,3* |
| *Commerce* | *26,7* | *- 3,6* | *- 8,4* | *- 2,2* | *1,5* | *- 13,1* |
| *Transports et entreposage* | *6,0* | *- 6,9* | *- 14,9* | *- 2,0* | *- 1,0* | *- 6,8* |
| *Soutien aux entreprises* | *12,0* | *- 2,8* | *- 3,0* | *- 1,7* | *1,1* | *- 13,9* |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Note : Les bilans comptables n'étant pas encore tous disponibles pour l'exercice 2009, la comparaison entre 2009 et 2008 repose sur un échantillon d'entreprises, celles présentes sur les deux exercices. Ainsi, ce cylindrage élimine les entreprises présentes en 2008 et n'ayant pas encore rendu leurs bilans 2009, celles qui disparaissent en 2009 et celles créées en 2009, et donc sans bilan en 2008. Le chiffre d'affaires de cet échantillon d'entreprises représente 80 % du chiffre d'affaires de l'ensemble des PME en 2008.*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

# 1| Recul de l'activité, particulièrement dans l'industrie

Pour l'exercice 2009, l'analyse repose sur les comptes de 128 000 PME définies au sens de la loi de modernisation de l'économie (LME), ayant déposé leurs comptes pour les exercices 2008 et 2009 à fin juillet 2010 (cf. annexe 2). Ces PME sont concentrées dans cinq secteurs couvrant 87 % de la valeur ajoutée de l'ensemble des PME : le commerce, l'industrie manufacturière, la construction, le soutien aux entreprises et les transports (cf. tableau 1).

## 1|1 Forte baisse d'activité dans l'industrie et les PME filiales de sociétés étrangères …

Même si l'économie croît à nouveau depuis le printemps 2009, le décrochage n'est pas résorbé sur l'ensemble de l'année et l'activité de l'ensemble des sociétés non financières est à un niveau proche de celui observé trois ans auparavant (INSEE, 2010a). De fait, les revenus des PME sont en net repli. Le chiffre d'affaires baisse de 4,7 %. 10 % des PME voient leur chiffre d'affaires diminuer de plus de 25 % par rapport à 2008. Pour un quart des PME, la baisse est supérieure à 13 %.

L'industrie manufacturière est le secteur le plus affecté par cette baisse : – 9,2 % pour le chiffre d'affaires, – 8,6% pour la valeur ajoutée. Le quart des PME de l'industrie manufacturière voient leur chiffre d'affaires diminuer de 19 %. Les autres activités sont également concernées par une réduction d'activité, mais dans de bien plus faibles proportions.

## 1|2 … du fait surtout d'un repli marqué du chiffre d'affaires à l'exportation

Le chiffre d'affaires réalisé à l'exportation contribue fortement à la diminution des volumes d'activité, avec un recul de 11 %, presque trois fois supérieur au repli du chiffre d'affaires hors exportation. L'industrie manufacturière et les transports, les PME multi unités légales et les PME filiales de sociétés étrangères, sont les plus affectées, car elles sont les plus nombreuses à exporter (cf. tableau 2).

Un quart des PME de l'échantillon exportent en 2008 et en 2009. Mais pour ces PME, la baisse du chiffre d'affaires global est de 7,3 % et celle de la valeur ajoutée de 6,4 % (presque deux fois plus importante que pour l'ensemble des PME). Le taux d'exportation baisse d'un point.

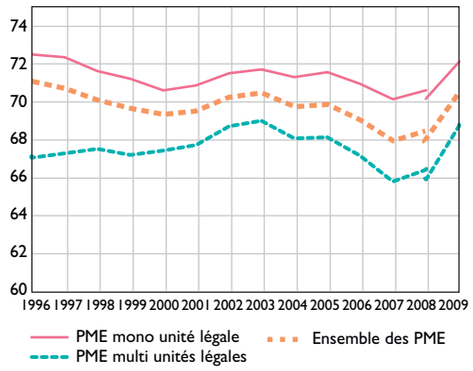
**Tableau 2 Les PME exportatrices**

| | Taux d'exportation en % du CA | | PME exportatrices en % du nombre de PME |
|---|---|---|---|
| | Ensemble des PME | PME exportatrices en 2008 et 2009 | |
| PME mono unité légale | 6 | 20 | 21 |
| PME multi unités légales | 8 | 17 | 32 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 24 | 29 | 71 |
| **Ensemble des PME** | **9** | **20** | **26** |
| *dont principaux secteurs :* | | | |
| *Industrie manufacturière* | *17* | *24* | *51* |
| *Construction* | *1* | *9* | *4* |
| *Commerce* | *7* | *17* | *29* |
| *Transports et entreposage* | *11* | *20* | *38* |
| *Soutien aux entreprises* | *11* | *26* | *26* |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 1 Charges de personnel sur revenu global**

*(en %)*




*Notes de lecture : Les bilans comptables n'étant pas encore tous disponibles pour l'exercice 2009, la comparaison entre 2009 et 2008 repose sur un échantillon d'entreprises présentes sur ces deux exercices : cela explique les deux derniers points particuliers de chaque courbe. Les PME multi unités légales comprennent ici les PME filiales de sociétés étrangères.*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

## 1|3 Un faible ajustement des charges de personnel comparé à la baisse de la valeur ajoutée

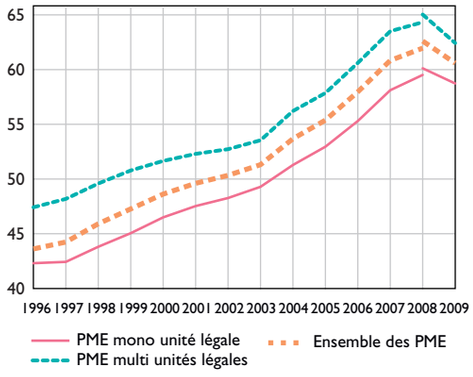
Les effectifs évoluent peu entre 2008 et 2009 : en période de récession, l'emploi tend à s'ajuster avec retard et les fluctuations sont moins amples que celles de l'activité. Dans ces conditions, les charges de personnel sont stables et le résultat brut d'exploitation baisse de près de 16 % par rapport à 2008.

L'industrie manufacturière se distingue de l'ensemble : la baisse des effectifs y est significative (– 2,1 %) et les charges de personnel diminuent de plus de 3 %. Mais l'ajustement n'en reste pas moins plus faible que la décroissance de l'activité.

Le revenu global (ou revenus répartis) [1] diminuant de plus de 3,6 %, il en résulte un accroissement du poids des charges de personnel [2] (+ 2,4 points à 70,3 %). Cette part dépasse 72 % en 2009 dans les PME mono unité légale (cf. graphique 1). La productivité des effectifs perd 2 points, alors qu'elle était sur une pente ascendante depuis plus de dix ans (cf. graphique 2).

**Graphique 2 Valeur ajoutée sur effectifs**

*(en milliers d'euros)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

1 *Le revenu global correspond à la valeur ajoutée produite par l'entreprise élargie à l'ensemble des opérations d'exploitation et hors exploitation.*
2 *Y compris la participation*

# 2| Baisse de la rentabilité économique et financière

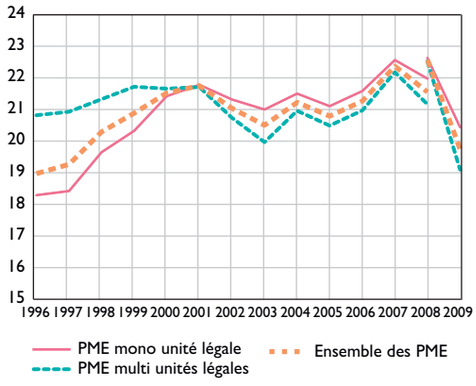
## 2|1 Taux de marge et rentabilité économique en baisse

Avec une baisse de 16 % du résultat brut d'exploitation, le taux de marge perd près de 3 points pour s'établir à moins de 20 % ; il revient à son niveau d'il y a plus de 10 ans (cf. graphique 3). La rentabilité économique diminue aussi de 3 points et retombe à un niveau proche de celui de 2003 (cf. gaphique 5). Cette détérioration générale des marges en 2009 est d'autant plus à relever que la comparaison avec les PME européennes en 2008 indiquait déjà un positionnement des PME en France plutôt en retrait par rapport à leurs homologues allemandes [3].

Aucun secteur n'est épargné, mais les baisses sont particulièrement fortes dans l'industrie manufacturière où le résultat brut d'exploitation diminue de 27 %, et dans les transports où la rentabilité économique devient inférieure à 5 % (cf. graphiques 4 et 6).

**Graphique 3 Taux de marge**
Résultat brut d'exploitation sur valeur ajoutée

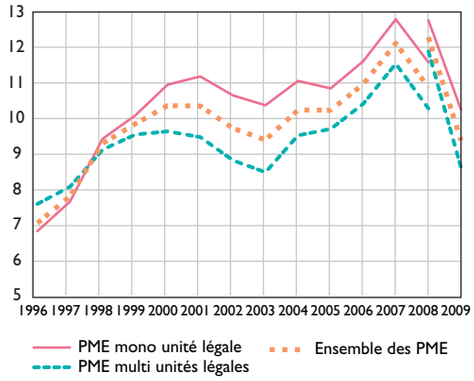
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 5 Rentabilité économique**
Résultat net d'exploitation sur capital d'exploitation

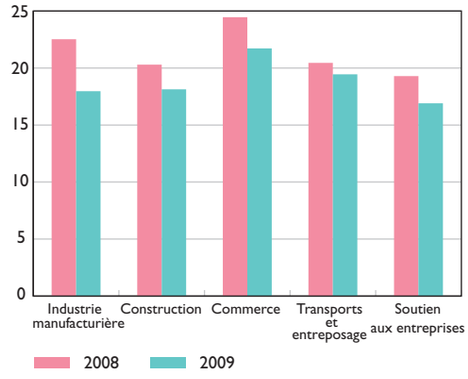
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 4 Taux de marge des principaux secteurs 2008/2009**

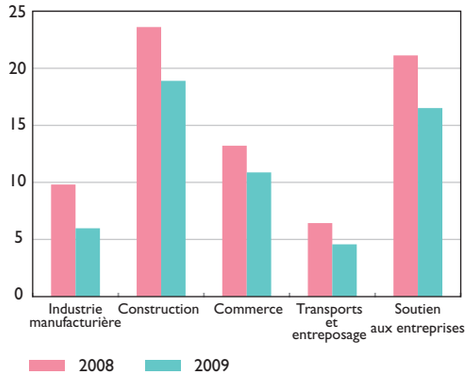
*(en %)*




*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 6 Rentabilité économique dans les principaux secteurs 2008/2009**

*(en %)*




*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

3 *Cf. Cayssials et Kremp (2010)*

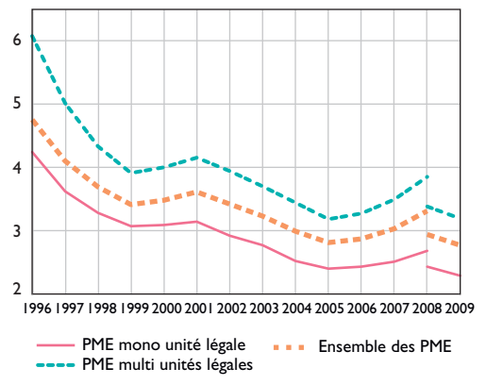
## 2|2 Malgré des charges financières en baisse, une nette diminution de la rentabilité financière

Les charges financières diminuent de 9,3 % pour l'ensemble des PME. Deux facteurs expliquent cette tendance : la maîtrise de l'endettement et la diminution du coût du crédit dans un environnement de baisse des taux. Le poids des charges financières dans le revenu global recule en 2009, alors qu'il avait tendance à croître depuis 2005 (cf. graphique 7). Le coût apparent de l'endettement revient à 5 % en 2009 (cf. graphique 8).

Malgré le recul des charges financières, la capacité nette d'autofinancement baisse de 15 %, de sorte que la rentabilité financière perd plus de 3 points, à 13,6 %, son niveau de 2003 (cf. graphique 9). Là encore, le repli est particulièrement marqué dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 10).

**Graphique 7 Part des prêteurs (charges financières) dans le revenu global (revenus répartis)**

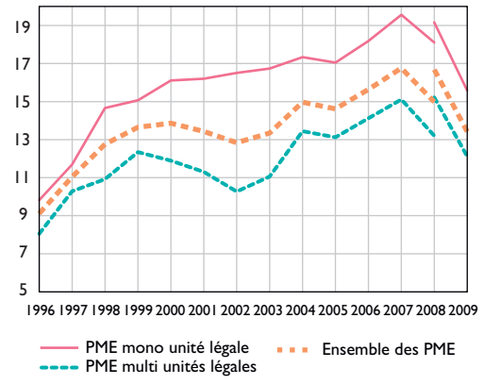
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 9 Rentabilité financière (capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres)**

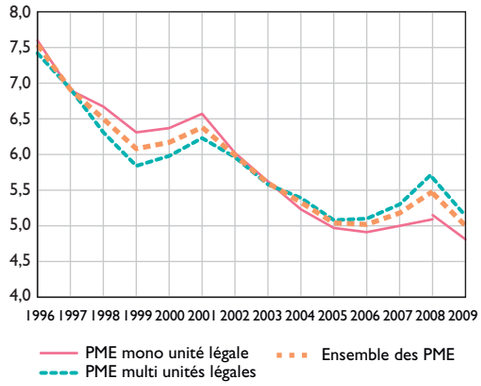
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 8 Coût apparent de l'endettement (charges financières sur endettement financier)**

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

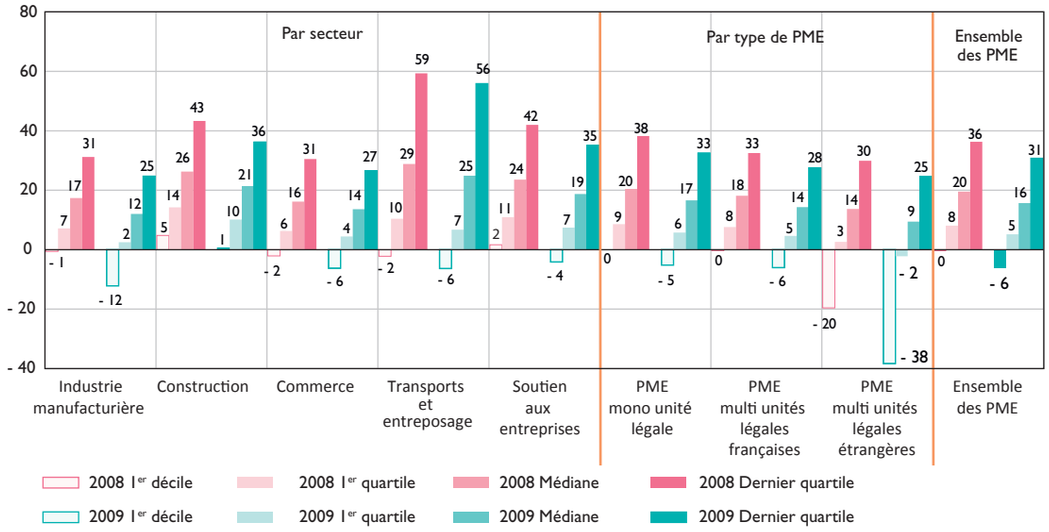
**Graphique 10 Rentabilité financière des principaux secteurs 2008/2009**

*(en %)*

*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 11 Rentabilité financière**
Capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres

*(en %)*




*Champ : PME définies au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*
*P10 (premier décile), Q1 (premier quartile), Q2 (médiane) et Q3 (troisième quartile) sont des indicateurs statistiques de dispersion. En 2009, 10 % de la population des PME ont une rentabilité financière inférieure à - 6%, un quart inférieure à 5 %, la moitié inférieure à 16 % et un quart de la population a un ratio supérieur à 31 %.*
** Les entreprises présentant des capitaux propres nuls ou négatifs sont exclues du calcul de la distribution (5 800 PME).*

Le niveau global de rentabilité peut sembler encore satisfaisant, mais la distribution du ratio montre un mouvement général de repli, qu'il s'agisse des PME les plus rentables ou des moins rentables (cf. graphique 11). Les disparités sont par ailleurs très fortes, avec des taux de rentabilité faibles pour un quart des PME (moins de 5,2 %) et en sensible recul (– 3 points) [4]. Les entreprises avec une rentabilité négative sont beaucoup plus nombreuses qu'en 2008 : 10 % ont un ratio inférieur à – 6,3 % en 2009 (ce taux était de – 0,4 % en 2008). La dégradation est très nette là aussi dans l'industrie manufacturière (10 % des PME ont un ratio inférieur à – 12 %).

Ces difficultés dans un nombre croissant de PME sont corroborées par l'évolution de leurs défaillances, en très nette augmentation en 2009. De fait, elles ont subi la plus forte hausse (cf. encadré 1).

4 *Les entreprises présentant des capitaux propres nuls ou négatifs sont exclues du calcul de la distribution.*

ENCADRÉ 1

## Les PME lourdement affectées en 2009 par les défaillances

### La hausse des défaillances a principalement touché les PME

*Le nombre de défaillances d'entreprises a fortement augmenté tout au long de l'année 2009 : plus de 63 000 entreprises ont fait l'objet d'une ouverture de jugement (redressement ou liquidation directe), soit une hausse de 14 % par rapport à l'année précédente.*

*Les PME sont les plus touchées par cet accroissement des défaillances : elles représentent 93 % des défaillantes en 2009. Si, parmi les PME défaillantes, la majorité sont des microentreprises, la hausse en 2009 a surtout touché les PME de plus grande taille (petites entreprises (PE) et moyennes entreprises (ME)), parmi lesquelles 4 253 ont connu une défaillance, soit une augmentation de 45 % par rapport à 2008.*

**Nombre de défaillances cumulées sur 12 mois**

*(variation en %)*

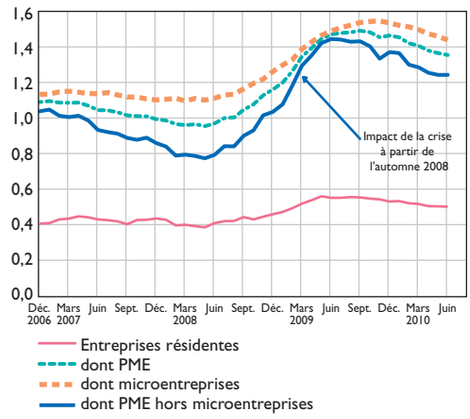
| | Déc. 2006 | Variation sur un an | Déc. 2007 | Variation sur un an | Déc. 2008 | Variation sur un an | Déc. 2009 | Variation sur un an | Mai 2010 | Variation sur un an |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PME | 43 073 | - 3,1 | 46 711 | 8,4 | 51 385 | 10,0 | 58 820 | 14,5 | 58 621 | 4,6 |
| *dont microentreprises* | *40 337* | *- 0,5* | *44 085* | *9,3* | *48 460* | *9,9* | *54 567* | *12,6* | *54 448* | *4,0* |
| *dont PE et ME* | *2 736* | *- 30,3* | *2 626* | *- 4,0* | *2 925* | *11,4* | *4 253* | *45,4* | *4 173* | *13,3* |
| **Ensemble des défaillances** | **47 919** | **- 2,9** | **51 343** | **7,1** | **55 573** | **8,2** | **63 424** | **14,1** | **62 672** | **3,3** |

*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

### En termes de crédits bancaires, l'impact économique des défaillances a augmenté jusqu'à l'automne 2009 (cf. graphique)

**Poids des entreprises défaillantes en termes d'encours de crédits mobilisés**

*(taux cumulé sur les 12 derniers mois)*




*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

*Sur l'ensemble de l'année 2009, les crédits mobilisés des PME défaillantes ont représenté près de 3,5 milliards d'euros, en hausse de 28 % par rapport à 2008. Le poids économique des défaillances au sein des PME a augmenté dès l'été 2008, plus fortement et plus rapidement pour les grandes PME que pour les plus petites. Sous l'effet de la crise, le poids des défaillances en termes de crédits déclarés à la Centrale des risques a au total progressé de 0,7 point pour les PME hors microentreprises (entre juin 2008 et juin 2009), contre 0,4 point pour les microentreprises (entre juin 2008 et novembre 2009). Il s'est ensuite progressivement replié, pour revenir en juin 2010 à respectivement 1,2 % et 1,4 %.*

# 3| Diminution du taux d'épargne et chute de l'investissement

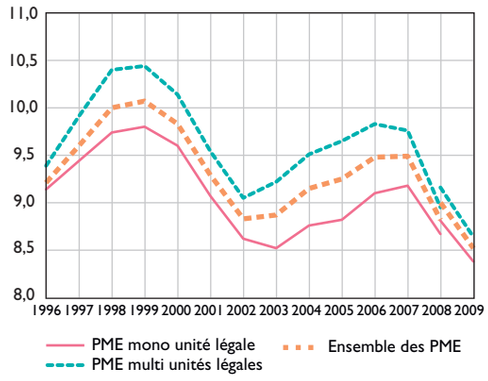
## 3|1 Hausse de la part des dividendes versés et recul du poids des prélèvements de l'État

Les dividendes versés ne baissent que légèrement par rapport à 2008 (– 1,9 %) ; avec le recul plus marqué du revenu global (– 3,6 %), leur poids dans celui-ci continue de progresser et approche 7 % (cf. graphique 13). Ces dividendes correspondent à la distribution des résultats de l'exercice 2008 ; ils représentent 55 % des résultats dégagés au cours de cet exercice. Le poids des dividendes versés est nettement plus élevé dans les PME multi unités légales que dans les PME mono unité légale.

Les prélèvements de l'État diminuent en revanche de 8,7 %, de sorte que leur poids s'abaisse à 8,5 % (cf. graphique 12). L'impôt sur les sociétés acquitté par l'ensemble des sociétés non financières a baissé fortement en 2009 (– 61 %), sous l'effet notamment de la restitution accélérée aux entreprises des créances qu'elles détenaient sur l'État au titre du crédit impôt recherche ou du report en arrière des déficits [5] (INSEE 2010a).

**Graphique 12 Part des prélèvements de l'État dans le revenu global (revenus répartis)**

*(en %)*



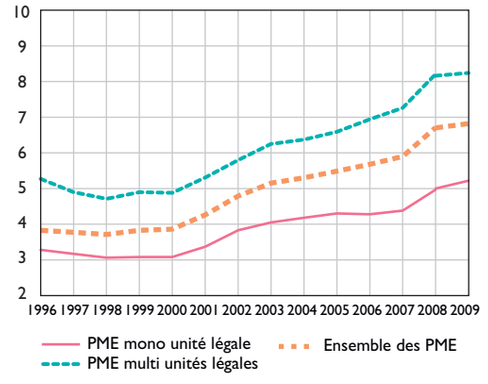

*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

## 3|2 Baisse du taux d'épargne et du taux d'investissement

Dans un contexte de charges de personnel et de dividendes relativement stables, la baisse des prélèvements de l'État et des charges financières ne suffit pas à empêcher une détérioration de l'autofinancement. Le taux d'épargne des PME atteint son plus bas niveau depuis dix ans : il perd près de 2 points, à 11,6 %, après avoir déjà baissé en 2008 (cf. graphique 14).

**Graphique 13 Part des dividendes versés dans le revenu global (revenus répartis)**

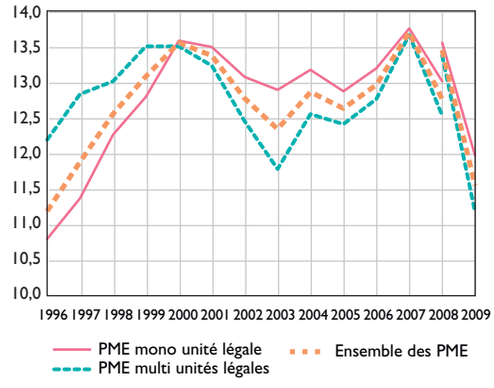
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 14 Taux d'épargne**
Autofinancement dans le revenu global (revenus répartis)

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

5 *Créance née de la possibilité pour les sociétés soumises à l'IS d'imputer un déficit sur les trois exercices antérieurs lorsque ces derniers sont bénéficiaires*

**Tableau 3 L'investissement dans les PME en 2009 (hors acquisition par crédit-bail)**

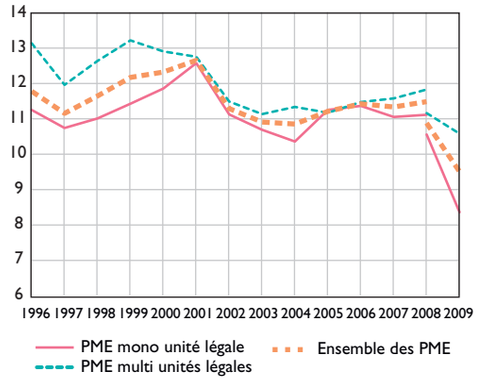
*(en pourcentage)*

| | Répartition | Variation 2009/2008 | Taux d'investissement |
|---|---|---|---|
| PME mono unité légale | 42,1 | - 22,3 | 8,3 |
| PME multi unités légales | 50,0 | - 6,8 | 10,5 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 7,9 | - 26,2 | 10,0 |
| **Ensemble des PME** | **100,0** | **- 15,6** | **9,4** |
| *dont principaux secteurs :* | | | |
| *Industrie manufacturière* | *24,9* | *- 11,2* | *9,7* |
| *Construction* | *10,7* | *- 12,7* | *5,4* |
| *Commerce* | *25,0* | *- 20,4* | *8,8* |
| *Transports et entreposage* | *7,0* | *- 15,8* | *11,1* |
| *Soutien aux entreprises* | *9,1* | *- 16,8* | *7,3* |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 15 Taux d'investissement**
Investissement (hors crédit-bail) sur valeur ajoutée

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

En 2009, l'investissement [6] des PME chute de plus de 15 %, les PME mono unité légale étant particulièrement touchées. Les faibles perspectives de demande, dans des conditions de financement restées difficiles, ont conduit les entreprises à réviser à la baisse leurs dépenses d'investissement.

L'investissement des PME est concentré sur un quart de cette population : pour la moitié d'entre elles, le taux d'investissement est en deçà de 2,4 % et seul un quart des PME ont un taux supérieur à 7,1 %. Le rythme d'investissement dans les PME peut se distinguer de celui des grandes entreprises, pour lesquelles les dépenses d'investissement se répartissent plus souvent sur plusieurs exercices et ont des vocations multiples (renouvellement, nouvelles capacités, innovation, …). Les PME investissent pour renouveler leurs équipements ou concentrent ces investissements sur un exercice donné. Chaque année, la proportion de PME déclarant des dépenses d'investissement reste donc assez faible.

Le taux d'investissement de l'ensemble des PME perd ainsi près de 1,5 point (cf. graphique 15). Après un niveau déjà bas depuis de nombreuses années, ce taux n'a jamais été aussi faible depuis plus de dix ans, en particulier dans les PME mono unité légale. L'intégration des acquisitions par crédit-bail permet de relever légèrement ce taux, mais ne change pas fondamentalement le diagnostic de faiblesse structurelle et de décrochage en 2009.

# 4| Une structure de bilan préservée à court terme

## 4|1 Renforcement des capitaux propres malgré la baisse des résultats

Malgré la baisse des profits en 2009, les capitaux propres continuent de croître. Ils augmentent de 5,2 % et de plus de 6 % dans les PME mono unité légale. La part des capitaux propres dans le total des ressources se renforce donc au cours du dernier exercice (43 % pour l'ensemble des PME en 2009), dans le prolongement de la tendance haussière observée depuis plus de dix ans.

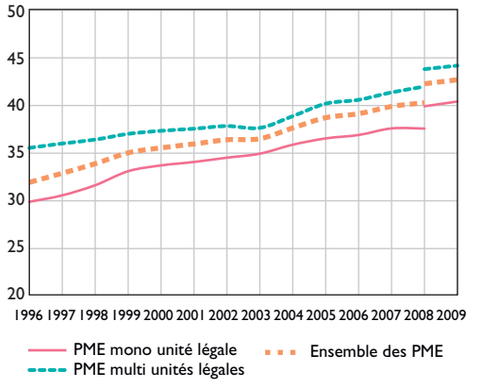
L'écart est significatif de près de 4 points entre les PME multi unités légales et les PME mono unité légale, au détriment de ces dernières [7] (cf. graphique 16).

Par ailleurs, les disparités restent fortes : un quart des PME ont un ratio inférieur à 27 % en 2009, tandis qu'à l'autre extrémité du spectre, un quart présentent un ratio supérieur à 64 % (cf. graphique 18). S'il y a encore beaucoup d'entreprises dont le financement apparaît relativement équilibré, certaines affichent un besoin important de fonds propres (cf. encadré 2).

6 *Investissement : acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles, hors acquisitions financées par crédit-bail*
7 *Une partie de cet écart peut provenir de doubles comptes dans les PME multi unités légales, même si l'impact est beaucoup moins important que dans les grandes entreprises.*

**Graphique 16 Capitaux propres sur total des ressources**

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

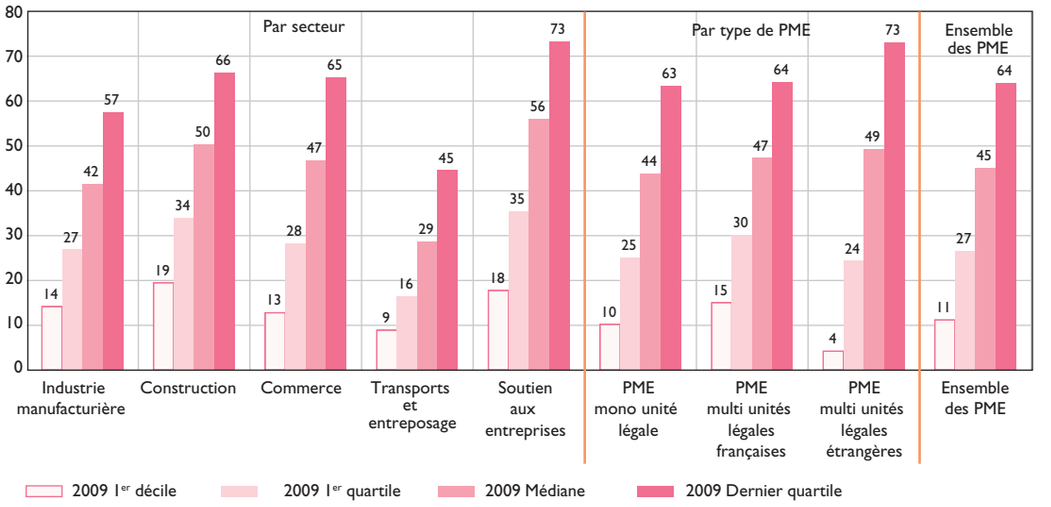
**Graphique 17 Capitaux propres sur total des ressources 2008/2009**

*(en %)*

*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 18 Capitaux propres sur total des ressources en 2009**

*(en %)*




*Champ :* PME, *définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*
*Note de lecture : P10 (premier décile), Q1 (premier quartile), Q2 (médiane) et Q3 (troisième quartile) sont des indicateurs statistiques de dispersion. En 2009, 10 % de la population des PME a un ratio inférieur à 11 %, un quart a un ratio inférieur à 27%, la moitié un ratio inférieur à 45 % et un quart de la population un ratio supérieur à 64 %.*

ENCADRÉ 2

### L'estimation des besoins en fonds propres des PME à partir des comptes 2008

*Les besoins en fonds propres des PME sont évalués à partir de leur ratio endettement financier sur fonds propres, en prenant en compte deux seuils pour ce ratio : 150 % et 200 %. Ces besoins sont estimés sur la population des PME ayant leur tête de groupe en France à partir de la nouvelle définition des entreprises introduite par la LME.*

*• Le montant des fonds propres nécessaire pour que l'endettement financier des PME représente moins de 200 % de leurs fonds propres est estimé à 17,5 milliards d'euros, soit un peu plus de 10 % de leurs fonds propres globaux.*

*• L'abaissement du seuil à 150 % augmente les besoins en fonds propres des PME d'un montant de 8 milliards pour atteindre 25,5 milliards.*

*• C'est essentiellement l'abaissement du seuil sur une population déjà identifiée au seuil de 200 % qui explique les montants plus importants : les nouvelles entreprises « en besoin » du fait de l'abaissement du seuil ne représentent que 0,8 milliard d'euros.*

**Quelques ordres de grandeur et nombre d'entreprises hors PME filiales de sociétés étrangères**

| | PME | | Ensemble des entreprises dans FIBEN |
|---|---|---|---|
| | Mono unité légale | Combinaison d'unités légales | |
| Nombre d'entreprises | 131 475 | 33 824 | 169 104 |
| *dont unités légales* | | *103 255* | *290 043* |
| *dont unités légales avec bilan (a)* | | *69 751* | *232 147* |
| **Montant du total du bilan (en milliards d'euros)** | **215,7** | **222,3** | **4 187,2** |
| Moyenne (en millions d'euros) | 1,7 | 6,6 | 24,8 |
| Médiane (en millions d'euros) | 0,9 | 3,4 | 1,1 |
| **Montant des fonds propres (en milliards d'euros)** | **70,3** | **95,8** | **1 796,3** |
| Moyenne (en millions d'euros) | 0,5 | 2,9 | 10,6 |
| Médiane (en millions d'euros) | 0,3 | 1,3 | 0,3 |

*(a) Certaines unités légales sont très petites et en dessous du seuil de collecte. Ainsi, pour près de 15 000 SCI repérées comme appartenant à un groupe, aucune information bilancielle n'est disponible. Un travail en cours pour compléter l'information sur la taille des entreprises confirme que ce sont de toutes petites entités (i.e. en dessous du seuil de collecte de Fiben bilans) ; leur prise en compte modifie marginalement le décompte des PME et des ETI. Par contre, l'absence d'exhaustivité des liens financiers sur les petites entités conduit à surestimer le nombre d'entreprises indépendantes parmi les PME ou les ETI.*
*Note de lecture : l'échantillon est ici différent du reste de l'étude car il est constitué des bilans de la seule année 2008, représentant un nombre beaucoup plus élevé d'entreprises.*
*Champ : Entreprises dont le CA excède 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 million d'euros, hors secteur public et hors associations et sociétés de gestion d'HLM, hors filiales de groupes étrangers.*
*Source : Banque de France, Fiben, base données comptables 2008 et base liens financiers – Mise à jour juin 2010*

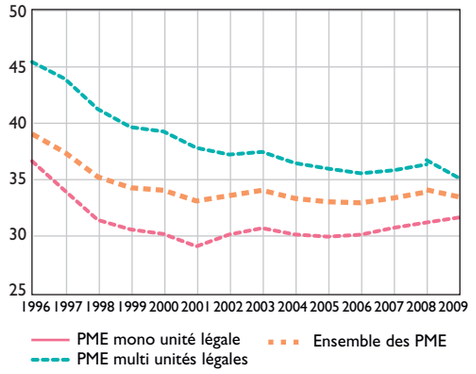
## 4|2 Renforcement de la trésorerie et besoins en fonds de roulement maîtrisés

Malgré un contexte difficile, la trésorerie à l'actif augmente de plus de 8 %, représentant près de 22 % de l'ensemble des éléments de l'actif. Elle a repris sa tendance haussière en 2009, atteignant son plus haut niveau depuis 1996 (cf. graphique 20). Les disparités sont néanmoins importantes puisque un quart des PME affichent un ratio inférieur à 5 % en 2009, alors qu'un autre quart présentent un ratio supérieur à 39 %. Cette dispersion est plus marquée dans la construction et le soutien aux entreprises.

Le renforcement de la trésorerie s'explique par une maîtrise des besoins en fonds de roulement, en baisse de 6,5 % pour les BFR d'exploitation, plus forte que le recul du chiffre d'affaires (cf. graphique 19). Exprimée en jours de chiffre d'affaires, la part des BFR augmente néanmoins légèrement dans les PME mono unité

**Graphique 19 Besoins en fonds de roulement d'exploitation**

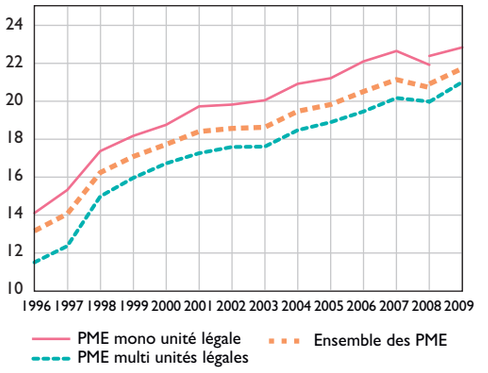
*(en jours de CA)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 20 Part de la trésorerie à l'actif**

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Tableau 4 Le besoin en fonds de roulement d'exploitation dans les PME**

| | Répartition (en %) | Variation 2009/2008 du BFR d'exploitation | dont crédit interentreprises | dont stocks |
|---|---|---|---|---|
| PME mono unité légale | 45,3 | - 2,6 | 3,8 | - 2,4 |
| PME multi unités légales | 43,9 | - 7,5 | - 4,5 | - 4,4 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 10,7 | - 17,4 | - 18,5 | - 8,4 |
| **Ensemble des PME** | **100,0** | **- 6,5** | **- 3,4** | **- 3,8** |
| *dont principaux secteurs :* | | | | |
| *Industrie manufacturière* | *36,6* | *- 9,1* | *- 13,0* | *- 4,8* |
| *Construction* | *12,5* | *0,0* | *9,3* | *- 5,0* |
| *Commerce* | *42,9* | *- 4,6* | *- 8,3 (a)* | *- 3,0* |
| *Transports et entreposage* | *1,2* | *- 20,3* | *- 8,0* | *2,7* |
| *Soutien aux entreprises* | *3,4* | *- 9,1* | *- 1,1* | *- 0,3* |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*(a) Dans le commerce, le crédit interentreprises est négatif ; il s'agit d'une ressource qui diminue en 2009 par rapport à 2008, suite à la mise en place de la LME.*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

légale, en raison principalement d'une augmentation du crédit interentreprises. Les stocks en revanche sont en repli, en particulier dans l'industrie manufacturière. Suite à l'entrée en vigueur de la disposition de la LME organisant la diminution des délais de paiement en janvier 2009, ce secteur bénéficie d'une baisse du crédit interentreprises, contrairement aux PME de la construction et du commerce. De façon générale, les délais de règlement clients et fournisseurs diminuent de 3 points pour atteindre respectivement 54 jours de chiffre d'affaires et 57 jours d'achats.

Ces évolutions montrent que dans un environnement difficile, les PME ont maîtrisé les besoins de financement liés au cycle d'exploitation (stocks et délais de paiement). Elles ont également renforcé leur trésorerie, afin notamment de réduire leur dépendance à l'égard de sources de financement externes. Cette attitude prudente et attentiste peut expliquer le léger recul de l'endettement, notamment bancaire, même si l'évolution de ce dernier est également liée à des conditions plus restrictives imposées par les établissements de crédit.

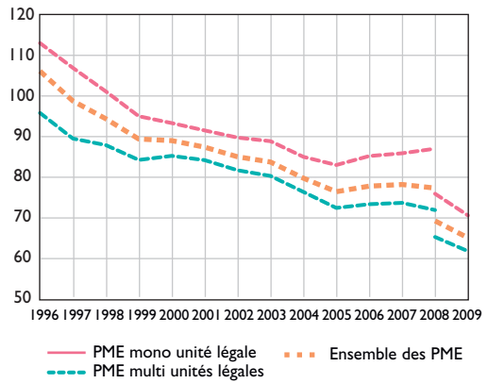
**Tableau 5 L'endettement dans les PME en 2009**

| | Répartition (en %) | Variation 2009/2008 endettement financier | dont 1 : Endettement bancaire | dont 1.1. : Concours bancaires courants | dont 2 : Groupe et associés |
|---|---|---|---|---|---|
| PME mono unité légale | 40,5 | - 1,4 | - 2,7 | - 9,7 | - 2,1 |
| PME multi unités légales | 51,3 | 0,1 | - 2,5 | - 13,8 | 0,7 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 8,2 | - 6,3 | - 11,7 | - 28,2 | - 7,6 |
| **Ensemble des PME** | **100,0** | **- 1,1** | **- 3,1** | **- 13,4** | **- 1,5** |
| *dont principaux secteurs :* | | | | | |
| *Industrie manufacturière* | *22,2* | *- 2,0* | *- 3,6* | *- 20,5* | *- 2,6* |
| *Construction* | *9,7* | *1,1* | *- 0,7* | *- 4,8* | *3,9* |
| *Commerce* | *31,2* | *- 1,7* | *- 4,1* | *- 13,3* | *- 1,3* |
| *Transports et entreposage* | *6,1* | *1,4* | *0,2* | *- 8,3* | *0,1* |
| *Soutien aux entreprises* | *6,6* | *- 0,2* | *- 2,3* | *- 9,0* | *- 1,8* |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 21 Endettement financier sur capitaux propres**

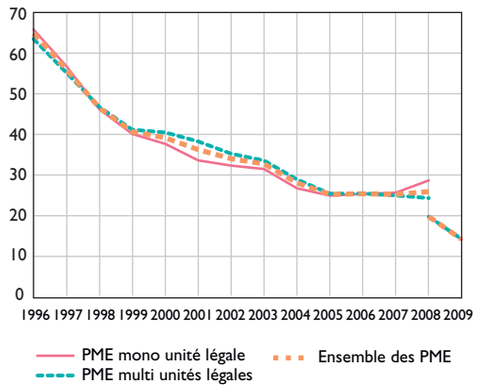
*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

**Graphique 22 Endettement financier net sur capitaux propres**

*(en %)*




*Notes de lecture : voir graphique 1*
*Source : Direction des Entreprises — Base FIBEN, données disponibles début août 2010*

## 4|3 Endettement en léger recul, principalement l'endettement bancaire à court terme

L'endettement financier des PME recule modérément, principalement dans sa composante bancaire. Les concours bancaires courants reculent le plus, notamment dans l'industrie manufacturière et le commerce. Hors concours bancaires courants, l'endettement financier progresse de 0,7 % (cf. tableau 5). Ces évolutions sont confirmées par les données mensuelles de la Centrale des risques (cf. encadré 3).

Il en résulte une baisse du taux d'endettement financier mesuré par rapport aux capitaux propres. Le recul est plus marqué si l'on prend en compte l'endettement financier net de la trésorerie à l'actif. Le taux brut baisse de 4 points, à 65,2 %, le taux net de 5,6 points, à 14,4 %, tous deux à des niveaux historiquement bas (cf. graphiques 21 et 22). En revanche, rapporté à la valeur ajoutée, elle-même en repli, l'endettement augmente.

ENCADRÉ 3

## Les financements bancaires des PME : données de la Centrale des risques

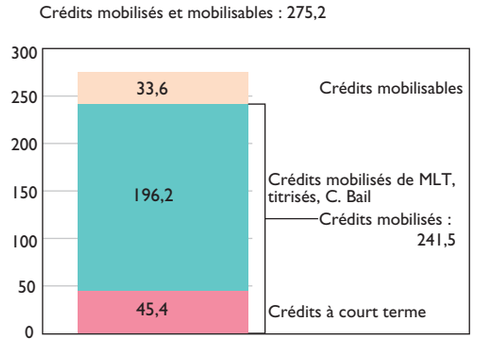
*Les encours de crédits mobilisés c'est-à-dire utilisés par les PME, s'élèvent en juin 2010 à près de 242 milliards d'euros : un peu plus de 45 milliards sont des crédits à court terme (cf. graphique A). Par ailleurs, 34 milliards correspondent à des enveloppes disponibles non utilisées (crédits mobilisables).*

*L'impact de la crise s'est fait ressentir à partir de l'été 2008, avec un ralentissement des encours de crédits mobilisés, dont la croissance en glissement annuel est progressivement passée de 7,5 % environ à zéro en octobre 2009. Depuis cette date, ces encours augmentent à nouveau (+ 2,6 % en juin 2010) (cf. graphique B).*

### Les encours de crédits mobilisés et mobilisables aux PME

**Graphique A Les encours en juin 2010**

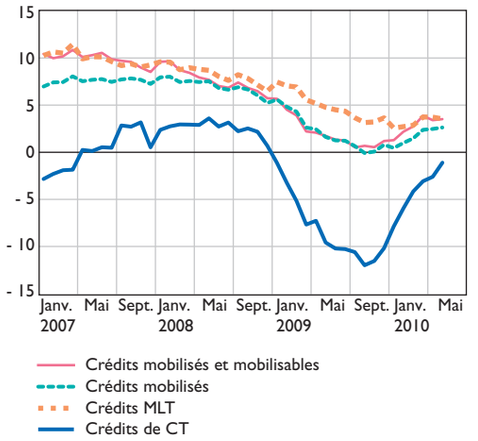
*(en milliards d'euros)*




*Source : Direction des Entreprises — Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

**Graphique B Taux de variation en glissement annuel**

*(en %)*




*Source : Direction des Entreprises — Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

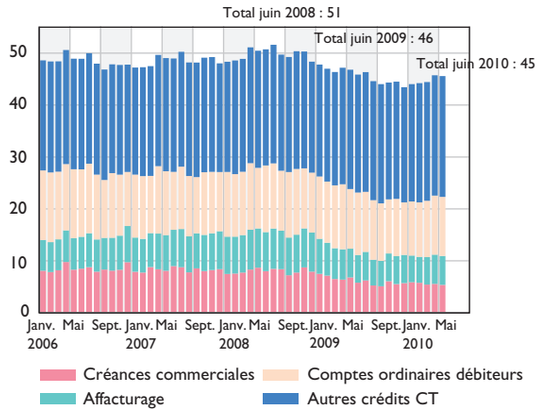
### Les encours de crédits à court terme aux PME

*Le ralentissement des financements bancaires est essentiellement lié à la baisse des crédits à court terme, dont le recul en glissement annuel a atteint 12 % à l'automne 2009. La baisse s'est atténuée depuis, même si la tendance est encore négative en juin 2010 (– 1,1 %). Les créances commerciales et l'affacturage, tous deux étroitement liés au volume d'activité, ont connu les plus forts ajustements. L'affacturage, après un recul de plus de 30 % au cours de l'été 2009, s'est vivement redressé depuis (+ 4,8 % en juin 2010), signe d'une reprise progressive d'activité (cf. graphique D). L'industrie manufacturière et le commerce sont les plus touchés. Les crédits à moyen ou long terme ont toujours évolué positivement, malgré un ralentissement en 2009.*

.../...

**Graphique C Encours de crédits à court terme**

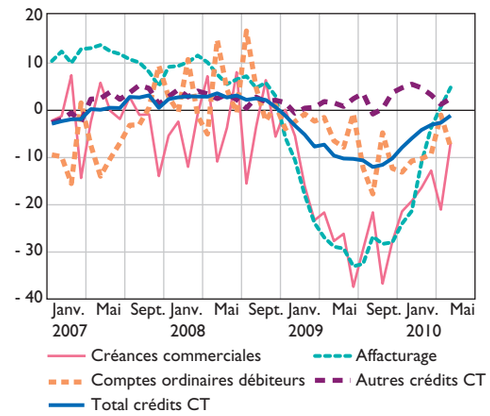
*(en milliards d'euros)*




*Source : Direction des Entreprises — Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

**Graphique D Taux de variation en glissement annuel**

*(en %)*




*Source : Direction des Entreprises — Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

**Les encours de crédits mobilisés et mobilisables aux PME – Principaux secteurs**

*(montants en milliards d'euros, variations en pourcentage)*

| | Crédits mobilisés et mobilisables | | Crédits mobilisés | | Crédits à court terme | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Juin 2010 | Variation Juin 2010/ juin 2009 | Juin 2010 | Variation Juin 2010/ juin 2009 | Juin 2010 | Variation Juin 2010/ juin 2009 |
| Industrie manufacturière | 35,6 | - 1,2 | 29,9 | - 2,7 | 9,7 | - 7,2 |
| Construction | 19,3 | 4,0 | 16,2 | 1,0 | 3,9 | 4,6 |
| Commerce | 61,4 | 2,0 | 53,6 | 0,9 | 14,7 | - 2,2 |
| Transports et entreposage | 13,8 | 2,5 | 11,3 | - 1,2 | 1,4 | 18,3 |
| Soutien aux entreprises | 28,4 | 2,8 | 23,9 | 3,2 | 3,8 | - 0,1 |

*Source : Direction des Entreprises – Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

## 4|4 Des structures de financement disparates

La construction d'un bilan fonctionnel, consistant à retraiter certains postes du bilan, permet d'établir une relation entre les différents éléments comptables et les fonctions principales qu'assure l'entreprise, au travers des emplois d'une part et des ressources d'autre part [9].

- Les emplois sont composés des immobilisations d'exploitation (y compris les biens acquis en crédit-bail), des participations et autres titres, des besoins en fonds roulement et de la trésorerie à l'actif.

- Les ressources comprennent les capitaux propres, les amortissements et provisions accumulées, ainsi que les ressources de financement externe (endettement bancaire, endettement intra-groupe, autres dettes).

En 2009, un quart des PME ont un endettement bancaire représentant moins de 2,4 % de leurs

9 *Principalement, intégration du crédit-bail et des effets escomptés non échus, et calcul des besoins en fonds de roulement*

**Tableau 6 Part des financements externes dans les ressources des PME**

*(indicateurs de dispersion en %)*

| Endettement bancaire / total des ressources | | | | | | Endettement financier / total des ressources | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2008 | | | 2009 | | | 2008 | | | 2009 | | |
| Q1 | Q2 | Q3 | Q1 | Q2 | Q3 | Q1 | Q2 | Q3 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 3,0 | 14,1 | 32,6 | 2,4 | 12,6 | 30,4 | 9,0 | 23,3 | 43,9 | 8,0 | 21,7 | 41,6 |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, Août 2010*

**Tableau 7 Caractéristiques des 4 populations de PME réparties selon la part de l'endettement bancaire dans le total des ressources en 2009**

| | Total | 1er quart les moins endettées | 2e quart | 3e quart | Dernier quart les plus endettées |
|---|---|---|---|---|---|
| **Montants moyens (en milliers d'euros)** | | | | | |
| Total des ressources | 2 537 | 2 475 | 2 577 | 2 703 | 2 392 |
| Capitaux propres | 1 083 | 1 392 | 1 308 | 1 108 | 525 |
| Endettement financier | 707 | 266 | 390 | 778 | 1 393 |
| *dont endettement bancaire* | *491* | *12* | *185* | *558* | *1 208* |
| **Structure de l'actif (en %)** | | | | | |
| Immobilisations d'exploitation | 50,3 | 39,7 | 47,0 | 51,9 | 62,9 |
| Autres immobilisations | 14,2 | 13,9 | 13,9 | 16,1 | 12,5 |
| BFR exploitation | 14,1 | 12,1 | 14,7 | 15,3 | 14,4 |
| *dont crédit interentreprises* | *5,4* | *7,0* | *7,0* | *5,1* | *2,3* |
| BFR hors exploitation | - 0,3 | - 1,1 | - 0,2 | 0,0 | 0,1 |
| Trésorerie actif | 21,7 | 35,5 | 24,6 | 16,7 | 10,1 |
| **Structure du passif (en %)** | | | | | |
| Capitaux propres | *42,7* | *56,2* | *50,8* | *41,0* | *21,9* |
| Amortissements et provisions | *29,4* | *33,0* | *34,1* | *30,2* | *19,8* |
| Endettement financier (a) | *27,9* | *10,8* | *15,1* | *28,8* | *58,2* |
| *Endettement bancaire* | *19,4* | *0,5* | *7,2* | *20,7* | *50,5* |
| *dont concours bancaires courants* | *3,1* | *0,1* | *1,0* | *3,4* | *8,1* |
| *Dettes intra-groupe et associés* | *6,0* | *7,0* | *5,8* | *5,8* | *5,3* |
| *Autres dettes financières* | *2,5* | *3,3* | *2,1* | *2,3* | *2,4* |
| **Composantes de l'endettement financier (en %)** | | | | | |
| Endettement bancaire | 69,5 | 4,7 | 47,3 | 71,8 | 86,8 |
| Dettes intra-groupe et associés | 21,5 | 64,8 | 38,6 | 20,1 | 9,2 |
| Autres dettes financières | 9,1 | 30,5 | 14,2 | 8,1 | 4,1 |
| **Ratios structurels (en %)** | | | | | |
| Endettement financier/ capitaux propres | 65,2 | 19,1 | 29,8 | 70,2 | 265,4 |
| Taux d'investissement | 9,4 | 6,4 | 7,3 | 10,3 | 14,7 |
| CAF nette / total des ressources | 5,7 | 6,8 | 6,5 | 5,5 | 4,1 |
| CAF nette / capitaux propres | 13,4 | 12,0 | 12,7 | 13,5 | 18,7 |

*Champ : PME, définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2008 et 2009*
*Note : les PME sont réparties en quatre populations suivant les trois quartiles du ratio Endettement bancaire sur total des ressources, défini dans le tableau 6.*
*Les données sur la structure de l'actif et du passif, les composantes de l'endettement financier et les ratios de structure sont des ratios moyens, calculés pour chaque sous-population. ,*
*(a) Endettement financier = (1) endettement bancaire + (2) dettes intra-groupe et associés + (3) autres dettes financières*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, Août 2010*

ressources. À l'inverse pour un autre quart des PME, les dettes bancaires représentent plus de 30 % de ces ressources (cf. tableau 6).

Globalement, le faible poids de l'endettement bancaire dans le bilan des PME est un élément caractéristique des PME françaises : c'est le cas par exemple des PME de l'industrie comparées à leurs homologues européennes [10]. Cette faible part est compensée par une proportion élevée d'autres dettes, comprenant notamment les dettes intra-groupe (ces éléments ne sont pas aussi marqués dans plusieurs autres pays européens).

Par ailleurs, ces dernières années, les autorités ont favorisé la diversification des ressources et encouragé le développement des financements de marché en facilitant l'accès des PME à ce type de ressources (création en 2005 du marché Alternext et des compartiments B et C d'Euronext).

Les PME, réparties en quatre populations selon la part des financements bancaires dans le total des ressources, ont des tailles équivalentes (cf. tableau 7). Leur total moyen de ressources est de 2,5 millions d'euros. En revanche, leurs structures de financement sont radicalement différentes :

• Celles qui ont le moins de dettes bancaires ont une forte proportion de capitaux propres. L'endettement financier, dont le poids dans les ressources est globalement faible (10 %), est constitué dans sa très grande majorité de dettes intra-groupe. À l'actif, ces entreprises ont peu d'immobilisations et beaucoup de trésorerie. Le poids du crédit interentreprises y est aussi plus important. Ce sont aussi celles dont le taux d'investissement est le plus faible.

• Celles qui ont le plus recours à l'endettement bancaire ont beaucoup moins de capitaux propres. L'endettement bancaire est la composante dominante de l'endettement financier. À l'actif, le poids des immobilisations d'exploitation est beaucoup plus important. Les parts de la trésorerie et du crédit interentreprises sont plus faibles. Leur taux d'investissement est nettement plus élevé, mais c'est aussi au sein de cette population qu'il a le plus baissé alors que, paradoxalement, l'endettement a continué de croître.

*Les PME sont donc confrontées en 2009 à un recul de l'activité et à une nette baisse des résultats. Les PME de l'industrie manufacturière sont particulièrement touchées. Cette dégradation apparaît néanmoins limitée étant donné l'ampleur de la récession économique, d'autant que la structure financière des PME est préservée, du moins à court terme. De fortes disparités subsistent cependant, avec un nombre croissant de PME présentant des indicateurs financiers défavorables. De plus la chute de l'investissement est particulièrement inquiétante pour l'avenir.*

*Par ailleurs, la crise se concentre sur la période allant de l'automne 2008 au printemps 2009. La situation s'améliore au second semestre, de sorte que les bilans comptables de 2009 intègrent les éléments plus positifs de la fin de l'exercice, en particulier pour les entreprises ayant arrêté leurs comptes en décembre 2009 [11].*

*Enfin, l'analyse des données comptables 2008-2009 repose ici sur les entreprises présentes pour les deux derniers exercices comptables, car à la date de la réalisation de l'étude, toutes les entreprises n'ont pas encore remis leur bilan ; en période de crise, l'étude d'un échantillon d'entreprises pérennes donne une image plus positive de la réalité ; les plus fragiles qui ont pu faire l'objet d'une procédure collective (liquidation ou redressement judiciaire) ne remettent que rarement leurs comptes et ne figurent pas dans ces résultats.*

*10 Voir étude à partir de la base BACH-ESD : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu180-6.pdf*
*11 En effet, certaines entreprises choisissent des dates d'arrêté décalées par rapport au 31 décembre.*

# Annexe 1

# Les données FIBEN

## La base des comptes sociaux

Les comptes sociaux sont collectés *via* les succursales de la Banque de France. Ces firmes représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français dont le chiffre d'affaires excède 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 million d'euros.

## Les liens financiers

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

## Les défaillances

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

Les informations émanent des greffes des tribunaux de commerce, de façon automatique dans 90 % des cas et par saisie manuelle pour le solde (entreprises situées dans le ressort des TGI à compétence commerciale). Dès lors qu'une procédure judiciaire est enregistrée informatiquement par les greffes, celle-ci est transmise à la Banque de France dans un délai de 24 heures. Les journaux d'annonces légales et les TGI sont utilisés pour compléter la collecte. Les événements judiciaires qui concernent les seules personnes physiques, comme par exemple les faillites personnelles, sont exclus.

## La Centrale des risques

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

## Le champ retenu

Ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs AZ (Agriculture), KZ (Activités financières, non *holdings*) et OQ (Administration). Sont par ailleurs exclus les établissements publics ou sociétés d'économie mixte.

## Les principaux ratios utilisés

La méthodologie d'analyse financière et la définition des ratios utilisés est disponible sous le lien suivant : *http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie/entreprises/statent/OBS-191-DOSSIER-STAT-SE-2008-14012010.pdf*

# Annexe 2

## Définition des PME et poids économique suivant les différentes sources de données

Chaque source de données ne permet pas forcément de disposer de toute l'information pour définir des PME selon la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 dite LME. Suivant les sources, il faut donc mobiliser les informations disponibles pour s'approcher le plus possible de cette définition.

### Définition des PME pour l'analyse des comptes sociaux

Un décret d'application de la LME publié le 20 décembre 2008 introduit une nouvelle définition statistique de l'entreprise [1]. Il précise aussi les catégories d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Quatre critères sont utilisés : les effectifs, le chiffre d'affaires, le total de bilan des unités légales et les liens financiers les reliant, dans la continuité de la définition d'une PME par la Commission européenne.

**Les PME — Poids économique en 2009 sur la base des données disponibles en août 2010**

| | Nombre d'entreprises | Effectifs en milliers | Chiffre d'affaires (a) | Valeur ajoutée (a) | Endettement financier (a) | Endettement bancaire (a) | Capitaux propres (a) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ensemble** | **127 645** | **2 508,7** | **491,9** | **154,0** | **90,2** | **62,7** | **138,3** |
| PME mono unité légale | 88 181 | 1 249,9 | 235,5 | 74,7 | 36,6 | 28,2 | 51,7 |
| PME multi unités légales | 34 855 | 1 106,5 | 214,7 | 67,7 | 46,2 | 31,4 | 76,1 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 4 609 | 152,3 | 41,7 | 11,6 | 7,4 | 3,1 | 10,4 |
| *Principaux secteurs* | | | | | | | |
| *Industrie manufacturière* | *22 165* | *629,3* | *101,1* | 37,0 | *20,1* | *14,0* | *37,6* |
| *Construction* | *23 195* | *465,9* | *71,4* | 28,7 | *8,7* | *6,2* | *17,6* |
| *Commerce* | *47 804* | *688,8* | *223,7* | 41,2 | *28,1* | *19,2* | *44,9* |
| *Transports et entreposage* | *5 690* | *170,1* | *21,9* | 9,2 | *5,5* | *4,6* | *4,8* |
| *Soutien aux entreprises* | *11 487* | *289,7* | *35,8* | 18,5 | *6,0* | *4,0* | *11,4* |
| **Répartition en %** | | | | | | | |
| PME mono unité légale | 69 | 50 | 48 | 49 | 41 | 45 | 37 |
| PME multi unités légales | 27 | 44 | 44 | 44 | 51 | 50 | 55 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 4 | 6 | 8 | 8 | 8 | 5 | 8 |
| *dont principaux secteurs* | | | | | | | |
| *Industrie manufacturière* | *17* | *25* | *21* | 24 | *22* | *22* | *27* |
| *Construction* | *18* | *19* | *15* | 19 | *10* | *10* | *13* |
| *Commerce* | *37* | *27* | *45* | 27 | *31* | *31* | *33* |
| *Transports et entreposage* | *4* | *7* | *4* | 6 | *6* | *7* | *4* |
| *Soutien aux entreprises* | *9* | *12* | *7* | 12 | *7* | *6* | *8* |
| **Taille moyenne de chaque catégorie de PME** | | | | | | | |
| | **Nombre d'entreprises** | **Effectifs moyens** | **Chiffre d'affaires moyen (b)** | **Valeur ajoutée (b)** | **Endettement financier (b)** | **Endettement bancaire (b)** | **Capitaux propres (b)** |
| **Ensemble** | **127 645** | **20** | **3 853** | **1 207** | **707** | **491** | **1 083** |
| PME mono unité légale | 88 181 | 14 | 2 671 | 847 | 415 | 319 | 586 |
| PME multi unités légales | 34 855 | 32 | 6 159 | 1 943 | 1 326 | 900 | 2 184 |
| PME filiales de sociétés étrangères | 4 609 | 33 | 9 038 | 2 518 | 1 607 | 680 | 2 264 |

*(a) en milliards d'euros*
*(b) en milliers d'euros*
*Champ : Ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs AZ (Agriculture), KZ (Activités financières, hors* holdings*) et OQ (Administration). PME définies au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2008 et 2009*
*Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, Août 2010*

1 http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=AE22AD6AA9827C20CEBCA70F67427237.tpdjo01v_3?cidTexte=JORFTEXT000019961059&categorieLien=id

Les calculs combinant effectifs, chiffre d'affaires et total de bilan sont ainsi élaborés au niveau de chaque entreprise entendue comme la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision. La notion d'indépendance (mono unité légale) ou d'appartenance à un groupe (multi unités légales) est par conséquent prise en compte, et la catégorie calculée sur la base du périmètre de chaque groupe.

Les comptes sociaux individuels sont agrégés en tenant compte des liens financiers pour définir les « entreprises ». Néanmoins cette démarche ne permet pas de traiter le problème bien identifié des doubles comptes lors de l'agrégation des données des unités appartenant à une même entreprise.

Les PME sont définies de la façon suivante:

- moins de 250 salariés, avec chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros et total de bilan inférieur à 43 millions [2];
- ces PME peuvent être mono unité légale ou bien constituer un ensemble d'unités légales liées entre elles et dépendant d'une tête de groupe française ou étrangère.

Le secteur d'activité repose sur la nomenclature agrégée 2008, elle-même issue de la NAF rév. 2. Le secteur attribué à une entreprise est celui de l'unité légale ou des unités légales dont le poids au niveau de chaque entreprise (combinaison d'unités légales) est le plus important en termes de chiffre d'affaires.

## Définition des PME pour l'analyse des encours de crédit à partir des données de la Centrale des risques, au sens unité légale

La taille est ici déterminée à partir des informations connues pour la seule unité légale, car actuellement seul un indicateur d'appartenance à un groupe est disponible, et non l'ensemble des liens financiers permettant de reconstituer les PME multi unités légales.

PME hors microentreprises : niveau d'activité est soit ≥ 1,5 million d'euros et < 50 millions d'euros, soit < 1,5 million d'euros, inconnu ou trop ancien mais dont les crédits mobilisés sont ≥ 1 million d'euros et ≤ un seuil sectoriel.
Microentreprises : niveau d'activité inférieur à 1,5 million d'euros, inconnu ou trop ancien mais dont les crédits mobilisés sont < 1 million d'euros.

**Le dénombrement des PME dans la Centrale des risques**
Situation à juin 2010

| | Nombre d'unités légales | Encours de crédits mobilisés en milliards d'euros |
|---|---|---|
| Micorentreprises | 1 192 943 | 137,9 |
| PME hors microentreprises | 59 641 | 49,0 |
| PME unités légales appartenant à des entreprises multi unités légales | 58 112 | 54,6 |
| **Ensemble des PME** | **1 310 696** | **241,5** |

*Source : Direction des Entreprises – Centrale des risques, données disponibles début août 2010*

2 *Dans cette étude, et par rapport au décret, l'Observatoire des entreprises applique des critères plus stricts : l'appartenance à la classe impose que soient respectés les trois seuils plafonds de cette classe en termes d'effectif, de chiffre d'affaires et de total de bilan. Dans le décret, seuls deux critères sur les trois ne doivent pas être dépassés. Néanmoins, les grandeurs économiques (effectifs, chiffre d'affaires ou valeur ajoutée) sont cohérentes avec les résultats d'autres travaux publiés par ailleurs. En revanche, cette approche peut expliquer des écarts en termes de dénombrement.*

# Bibliographie

**BNP-PARIBAS (2009)**
« La situation financière des entreprises »
*http://economic-research.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/navigation/FrameMainInter?OpenDocument&Lang=FR&Mode=6*

**Cayssials (J.L.), Kremp (E.) (2010)**
« Les PME de l'industrie manufacturière en France — Un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », *Bulletin de la Banque de France n°180, http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu180-6.pdf*

**Cayssials (J.L.), Chai (F.), Kremp (E.) (2010)**
Entreprises cotées (PME et ETI) sur les marchés à faible capitalisation créés en 2005
*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie/entreprises/entreprises-cotees-sur-les-marches-a-faible-capitalisation.pdf*

**Chai (F.), Kremp (E.) (2009)**
« Fonds propres des entreprises : Situation et estimation des besoins en 2008 », note n° 2009-193 de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France

**Direction des Entreprises**
« Les crédits par type d'entreprise », *STAT INFO*
*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-entreprises/credit-type-entreprise.htm*

**Direction des Entreprises**
« Les défaillances d'entreprises », *STAT INFO*
*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-entreprises/defaillances.htm*

**INSEE (2010a)**
« L'économie française (Édition 2010) »
*http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ref/ecofra10f.PDF*

**INSEE (2010b)**
« Note de conjoncture, juin 2010 »
*http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=17&sous_theme=3&page=note.htm*

**Observatoire des Entreprises (2009)**
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire, petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », *Bulletin de la Banque de France n°178*
*http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu178_3.pdf*

**Observatoire des Entreprises (2009)**
« L'impact économique des défaillances en 2008 et 2009 », *Bulletin de la Banque de France n°178*
*http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu178_4.pdf*

# Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes

**Yann WICKY**
*Direction des Statistiques monétaires et financières*
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

*La distribution de crédits à l'habitat, qui s'était fortement repliée au tournant de l'année 2009, a rebondi depuis lors, retrouvant sur la première partie de l'année 2010 ses niveaux de 2007. Cette reprise s'est développée dans un contexte combinant une nette diminution des taux d'intérêt offerts par les établissements de crédit et une stabilisation de leurs critères d'octroi, après un resserrement modéré en 2007 et 2008. Elle s'est révélée particulièrement vive dans les régions Île-de-France, Rhône-Alpes et Provence-Alpes-Côte d'Azur, et a concerné, pour l'essentiel, les financements destinés à l'acquisition de logements anciens.*

*Pour autant, cette reprise n'a pas concerné l'ensemble des crédits immobiliers : la distribution de prêts réglementés a sensiblement diminué, les taux d'intérêt des prêts d'épargne-logement ayant cessé d'être avantageux en comparaison de ceux offerts sur les prêts du secteur libre. Par ailleurs, la distribution de prêts relais est restée atone tandis que le redressement de la part des emprunts à taux variable s'est interrompu. Enfin, les prêts à très long terme, accordés pour des durées supérieures à 25 ans, ont poursuivi leur déclin.*

Mots-clés : Crédits nouveaux à l'habitat, ancien, neuf, amélioration-entretien, répartition des financements, taux d'intérêt bancaire, prêts relais

Code JEL : G1

# 1| Stabilité des critères d'octroi face à une demande en nette reprise, soutenue par la baisse des taux

## 1|1 Les critères d'octroi des prêts à l'habitat n'ont plus varié depuis le début de 2009…

Selon l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur la distribution du crédit, les banques qui avaient modérément resserré les critères d'octroi des prêts à l'habitat, les ont maintenus inchangés du premier trimestre 2009 au deuxième trimestre 2010 (cf. graphique 1). Cette stabilité a également été de mise pour les quotités de financement, les demandes de garanties et les durées maximales d'emprunt, cependant que les marges appliquées aux prêts, qui avaient nettement augmenté au cours de l'année 2008, ont été réduites à compter de la seconde moitié de l'année 2009.

## 1|2 … tandis que la demande des ménages s'est inscrite en nette reprise

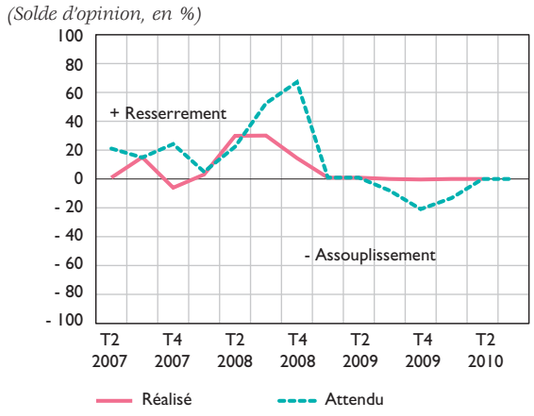
Concomitamment, la demande de crédits à l'habitat a été perçue par les banques en constante progression durant l'année 2009 et la première moitié de l'année 2010, leurs prévisions en la matière se trouvant au demeurant systématiquement dépassées (cf. graphique 2). Si la baisse des taux d'intérêt a joué un rôle majeur dans cette reprise (cf. *infra*), la mise en œuvre de mesures d'incitation à l'acquisition de logements, telles que le doublement du prêt à taux zéro et le dispositif « Scellier » mis en place au début de l'année 2009 pour encourager l'investissement locatif, y a également contribué. Plus généralement, la sévérité de la crise économique, devenue manifeste à la fin de 2008, a aggravé le déséquilibre entre l'offre et la demande de logements, le nombre de mises en chantier ayant fortement baissé depuis 2007. Les hausses de prix qui en ont résulté ont dès lors pu conduire les acquéreurs potentiels à anticiper la poursuite du mouvement, contribuant à un redressement auto-entretenu de la demande de logements et des perspectives du marché immobilier.

## 1|3 La baisse du coût du crédit à l'habitat s'est poursuivie

Les statistiques de taux d'intérêt élaborées chaque mois par la Banque de France recensent, notamment, les crédits nouveaux à l'habitat selon leur période de fixation initiale du taux d'intérêt (PFIT). La PFIT correspond à la durée initiale du crédit si le taux d'intérêt est fixe sur toute cette durée. Si le crédit est à taux variable, elle est égale au délai au terme duquel intervient la première révision du taux.

**Graphique 1 Critères d'octroi des crédits à l'habitat**

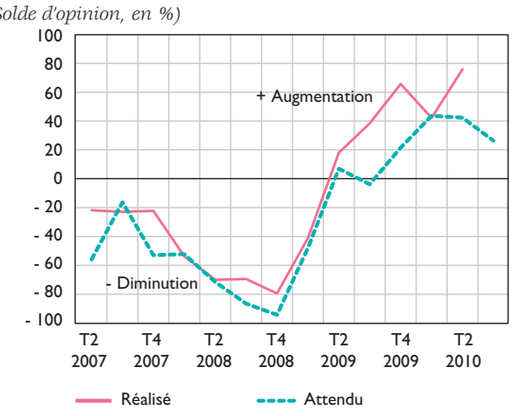
*(Solde d'opinion, en %)*




*Source : Banque de France*

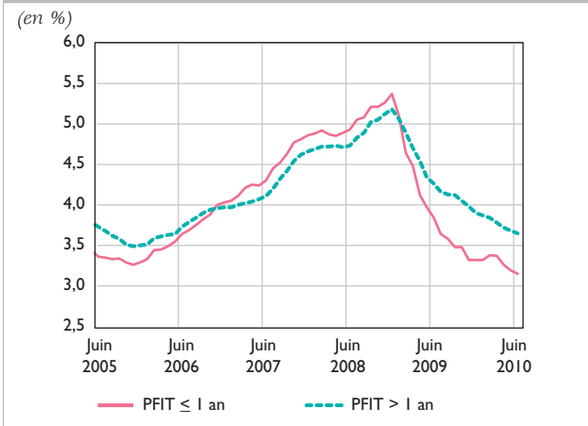
**Graphique 2 Demande de crédits à l'habitat**

*(Solde d'opinion, en %)*



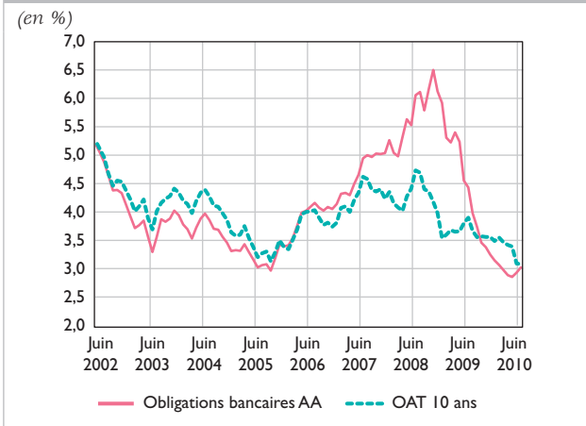

*Source : Banque de France*

**Graphique 3 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat**




*Source : Banque de France*

**Graphique 4 Rendement des obligations bancaires et emprunts d'État**




*Sources : Banque de France, Merrill Lynch*

Les crédits à l'habitat étant le plus souvent consentis à long terme, ceux de PFIT inférieure ou égale à un an correspondent essentiellement à des crédits à taux variable, à moins qu'il ne s'agisse de prêts relais.

Après avoir nettement augmenté de 2006 à 2008, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouveaux à l'habitat sont entrés dans une phase de détente à partir de janvier 2009. Ils ont ainsi baissé, entre janvier 2009 et juin 2010, de 152 à 232 points de base selon la PFIT considérée (cf. graphique 3).

La baisse la plus marquée a concerné les crédits dont la PFIT est inférieure ou égale à un an, pour lesquels les taux ont diminué d'environ 230 points de base en l'espace d'un an et demi. Ce repli est intervenu dans le sillage de la baisse des taux de marché à court terme et des taux directeurs de la BCE dont celui des opérations principales de refinancement, qui a été progressivement ramené de 3,75 % à 1 % entre octobre 2008 et mai 2009. La diminution des taux des crédits de PFIT inférieure ou égale à un an a été toutefois un peu moins marquée que celle des taux directeurs, du fait de la généralisation de taux plafonds limitant les possibilités de réajustement à la hausse des taux de ces crédits. Le coût de cette protection a en effet limité l'alignement des conditions des prêts nouveaux à taux révisable sur les taux de marché. Cela étant, plus d'un an après la dernière baisse des taux directeurs, les conditions des prêts à taux variable n'en ont pas moins continué de se replier, sous l'effet notamment d'une intensification de la concurrence entre les réseaux prêteurs et d'une normalisation de leurs conditions de refinancement sur le marché interbancaire, où les primes de signature ont progressivement diminué.

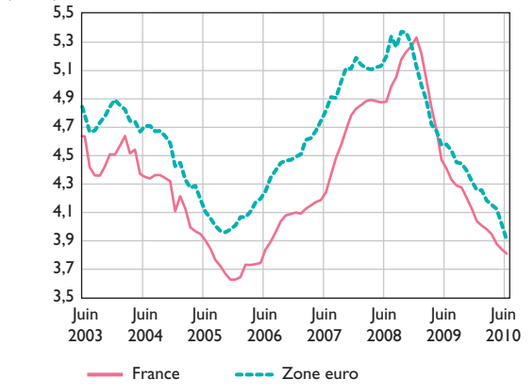
Le repli des conditions des crédits longs à taux fixe a été à peine moins prononcé, le coût moyen des crédits de PFIT supérieure à 10 ans ayant diminué de 150 points de base environ entre janvier 2009 et juin 2010. De fait, sur les échéances les plus longues, le coût des ressources des établissements de crédit a fortement baissé, l'écart de taux entre les obligations bancaires notées AA (indices Merrill Lynch) et l'emprunt d'État à 10 ans s'étant sensiblement réduit [1] (cf. graphique 4).

Outre la diminution du coût de la ressource, l'intensification de la concurrence bancaire a contribué à faire baisser les conditions débitrices des prêts à l'habitat, étant entendu que ces derniers continuent de jouer souvent un rôle de produit d'appel. Comme le souligne le récent rapport sur la tarification des services bancaires [2], cette spécificité largement française pèse sur les marges des établissements,

1 *L'indice Merrill Lynch porte sur un panier d'obligations bancaires dont la durée résiduelle moyenne est sensiblement inférieure à celle de l'OAT 10 ans : cette différence de durée explique pour une bonne part l'écart de taux observé entre ces deux références sur la période récente.*
2 *Rapport sur la tarification des services bancaires, par Georges Pauget et Emmanuel Constans (juillet 2010)*

**Graphique 5 Taux d'intérêt des crédits à l'habitat France et zone euro**

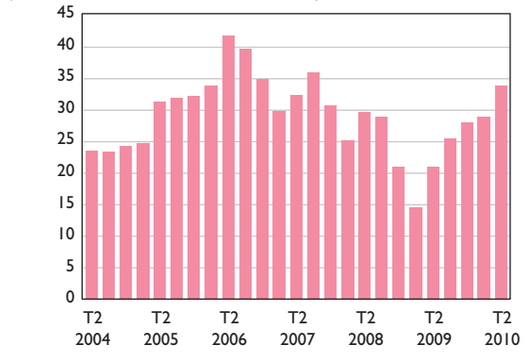
*(en %)*




*Source : Banque de France*

**Graphique 6 Crédits nouveaux à l'habitat**

*(flux trimestriels en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France*

certains crédits immobiliers pouvant même être attribués à des taux inférieurs à ceux obtenus, sur une durée équivalente, par les banques commerciales lorsqu'elles procèdent à des émissions sur le marché financier. C'est notamment pour cette raison que les taux pratiqués par les banques françaises apparaissent sensiblement inférieurs à la moyenne de ceux de la zone euro (cf. graphique 5), du moins lorsque la comparaison porte sur les taux d'intérêt au sens étroit, c'est-à-dire hors frais de dossiers et d'assurance.

# 2| Redressement de la production de prêts à l'habitat

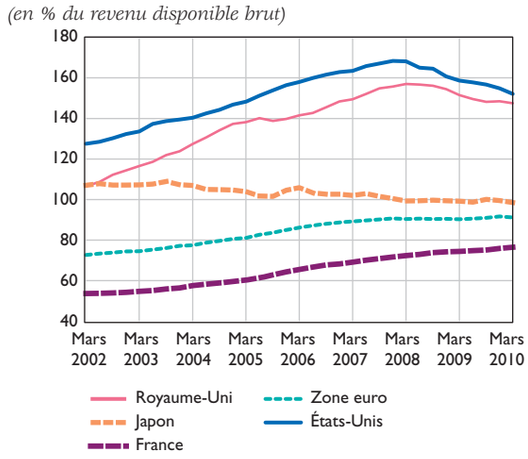
## 2|1 Le redémarrage de la production de crédits à l'habitat…

Après avoir touché un point bas au tournant de l'année 2008, la distribution de crédits nouveaux à l'habitat a recommencé à augmenter régulièrement à compter du deuxième trimestre 2009 [3]. Au deuxième trimestre 2010, le montant des prêts octroyés a approché 35 milliards d'euros, représentant ainsi plus du double de celui du premier trimestre 2009 (cf. graphique 6). Sur le premier semestre 2010, le rythme de production de crédits nouveaux a été comparable à celui de 2007, avant l'enclenchement de la baisse des prix et des transactions sur le marché immobilier.

Dans ce contexte, le taux d'endettement des ménages a continué d'augmenter. Il demeure néanmoins inférieur en France à ceux observés aux États-Unis, au Japon et pour la zone euro considérée dans son ensemble (cf. graphique 7). En outre, si l'on rapporte la charge des intérêts d'emprunt des ménages à leur revenu disponible brut, le ratio ainsi obtenu se

**Graphique 7 Taux d'endettement des ménages**

*(en % du revenu disponible brut)*




*Sources : INSEE, Banque de France*

3 *La saisonnalité de la distribution de crédits – le deuxième trimestre de l'année est celui où l'on observe le plus de transactions – a pu contribuer à l'amorçage de ce processus de reprise.*

maintient à des niveaux peu élevés en raison de la baisse des taux d'intérêt, ce qui tend à suggérer que la dette des ménages reste soutenable, du moins à un niveau agrégé.

## 2|2 … a d'abord bénéficié aux régions les plus peuplées

Ce sont les régions les plus peuplées et/ou celles où la mobilité professionnelle et le revenu par habitant sont les plus élevés (Île-de-France, Rhône-Alpes, Provence-Alpes-Côte d'Azur) qui ont le plus bénéficié du redressement de la production de prêts à l'habitat. La reprise de l'immobilier observée au travers du prisme des statistiques de crédit semble ainsi avoir été relativement concentrée au plan géographique.

Au premier trimestre 2010, l'Île-de-France a connu la plus forte progression du flux de prêts à l'habitat, avec une hausse du montant des mises en force de nouveaux crédits d'environ 120 % sur une année glissante. La part de cette région dans le total de crédits nouveaux est en conséquence montée à près de 25 %, contre 18 % au tournant de 2009. De leur côté, les régions Aquitaine, Rhône-Alpes et Provence-Alpes-Côte d'Azur, qui ont également connu une forte reprise de la production de crédits, ont enregistré des hausses d'environ 60 % sur un an. La production a été en revanche moins dynamique dans les autres régions (cf. graphique 8). Pour autant, ces évolutions ramènent peu ou prou les parts relatives des différentes régions dans le total des crédits nouveaux aux niveaux qui étaient les leurs en 2006.

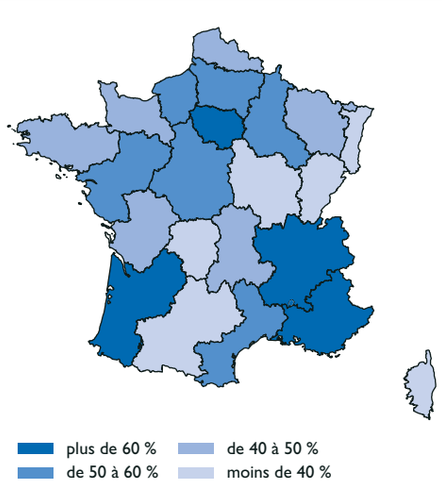
## 2|3 Une reprise particulièrement nette pour les crédits finançant l'acquisition d'un logement ancien

Selon les résultats de l'enquête *Centralisation des crédits nouveaux à l'habitat* menée chaque trimestre par la Banque de France, la hausse de la production de prêts entre le premier trimestre 2009 et le premier trimestre 2010 a été beaucoup plus sensible pour le financement de l'acquisition de logements anciens que pour celui de l'achat de logements neufs, les flux de crédits nouveaux augmentant de respectivement 80 % et 40 % sur un an (cf. graphique 9). Les constructions nouvelles ont en effet moins profité du rebond de la demande des ménages, dans un contexte de récession où l'offre de logements neufs était inévitablement moins réactive.

Au premier trimestre 2010, la part des crédits nouveaux destinés à l'acquisition de logements anciens a ainsi augmenté pour atteindre 65 %, contre 28 % pour celle des crédits nouveaux destinés à l'acquisition d'un logement neuf. Néanmoins, sur longue période, ces parts se révèlent, somme toute, assez stables.

**Graphique 8 Taux de croissance annuel des crédits nouveaux à l'habitat au premier trimestre 2010**

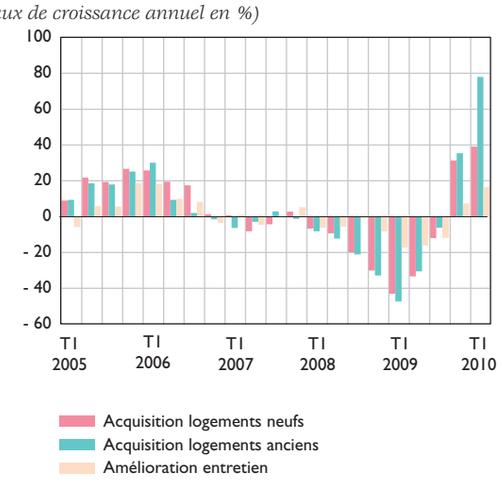
*(en %)*




*Source : Banque de France*

**Graphique 9 Affectation des crédits nouveaux à l'habitat**

*(taux de croissance annuel en %)*



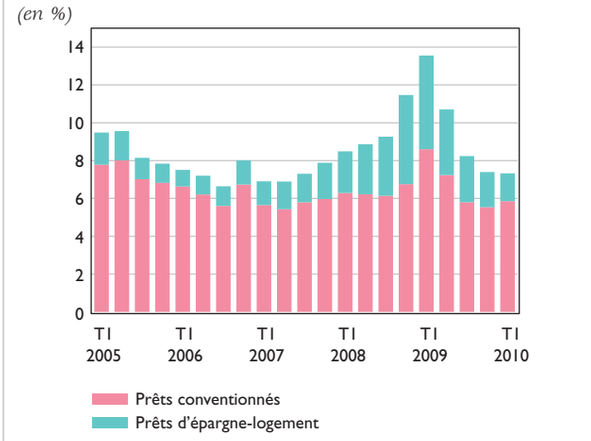

*Source : Banque de France*

La production de crédits destinés à financer l'acquisition de logements anciens a été particulièrement forte aux deuxième et troisième trimestres 2009, soit au tout début de la reprise, phase durant laquelle des taux de croissance trimestriels d'environ 40 % ont pu être observés. Le redémarrage a été plus tardif et moins vigoureux pour le secteur du neuf, avec des taux de croissance trimestriels d'environ 20 % aux deuxième et troisième trimestres 2009, puis de 40 % au quatrième. Enfin, après deux années de repli, la production de crédits destinés à l'amélioration et à l'entretien de l'habitat s'est redressée en 2009, enregistrant une hausse d'environ 10 % d'une fin d'année à l'autre. Cette reprise, d'ampleur certes limitée en comparaison de celle observée pour les autres types de financement, a pu être favorisée notamment par les incitations fiscales adoptées dans le cadre des mesures d'aide au développement durable.

## 2|4 La part des prêts réglementés à son plus bas

Depuis le premier trimestre 2009, la part des prêts réglementés dans la production de crédits nouveaux, qui avoisinait alors 14 % (cf. graphique 10), n'a cessé de diminuer, au point de tomber à 7 % environ au premier trimestre 2010. Retrouvant à peu près son niveau de la période 2005-2007, elle se situe ainsi très en retrait par rapport à celui du début des années 2000, lorsque les prêts réglementés représentaient plus de 15 % de l'ensemble des crédits immobiliers aux particuliers.

**Graphique 10 Part des prêts réglementés dans la production de crédits**




*Source : Banque de France*

Ce phénomène s'explique au premier chef par la baisse des taux d'intérêt pratiqués dans le secteur libre, les conditions débitrices étant passées en dessous de celles d'un emprunt contracté dans le cadre d'un plan d'épargne-logement [4] (PEL). Le principal intérêt de ce produit réside à présent dans le fait que le prêt ainsi obtenu est considéré comme un apport personnel par les banques commerciales et qu'il peut donc faciliter l'octroi d'un prêt complémentaire. Dans la conjoncture actuelle, le PEL reste cependant davantage utilisé comme produit d'épargne qu'à des fins d'emprunt : alors que les prêts d'épargne-logement représentaient 5 % environ des crédits nouveaux au premier trimestre de 2009, cette proportion est tombée à 2 % un an plus tard.

La part des prêts conventionnés a également diminué, quoique dans une moindre mesure. Ces prêts, généralement accordés sous conditions de ressources, s'adressent à une population plus limitée que celle ayant recours aux prêts d'épargne-logement, mais ne sont pas concurrencés par les prêts du secteur libre avec lesquels ils sont parfois couplés. Leur production est donc relativement régulière et indépendante des conditions du marché. Dès lors, leur part dans le total des crédits nouveaux à l'habitat est plus stable, même si la reprise de la production des autres catégories de prêts la réduit mécaniquement.

## 2|5 La part des crédits à taux variable s'est stabilisée

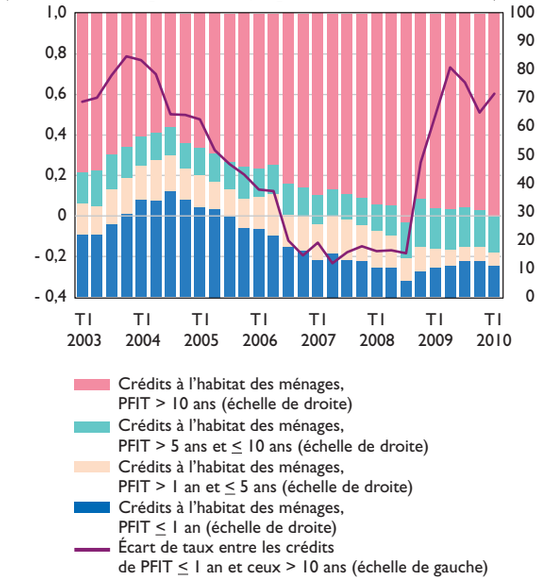
Malgré un léger repli au deuxième trimestre 2010, les crédits à taux révisable représentent environ 12 % [5] de l'ensemble des prêts nouveaux à l'habitat, soit le double du point bas observé au troisième trimestre 2008 (cf. graphique 11). Cette hausse, qui s'explique principalement par la remontée de l'écart entre les taux à long terme et les taux à court terme, est néanmoins restée relativement contenue au regard des valeurs observées par le passé : à la fin de l'année 2004, alors que l'écart de taux entre les crédits de PFIT inférieure à un an et ceux de PFIT supérieure à 10 ans était

4 *Le taux d'un emprunt contracté dans le cadre d'un PEL est aujourd'hui de 4,20 % avant coûts d'assurance et frais de dossier, ce qui est un plus bas historique pour ce produit mais reste plus élevé que les taux actuellement proposés par le marché sur le secteur libre.*

5 *Ce chiffre est une approximation et correspond à la part des crédits de PFIT inférieure ou égale à un an dans le total des crédits nouveaux qui sont constitués principalement de crédits à taux variable et très accessoirement de prêts à taux fixe de durée initiale inférieure ou égale à un an, dont des prêts relais.*

**Graphique 11 Répartition des flux de crédits à l'habitat**

*(écart de taux en points de %, répartition des crédits en %)*




*Source : Banque de France*

sensiblement le même qu'aujourd'hui, près d'un tiers des crédits nouveaux étaient accordés à taux variable. Les emprunteurs semblent donc faire preuve d'une relative prudence vis-à-vis de l'endettement à taux variable, malgré la systématisation des contrats de prêt prévoyant un taux assorti d'un plafond (*cap*) qui prémunit l'emprunteur contre une remontée trop importante des taux courts dans le futur.

Dans le même temps, la part des crédits de PFIT comprise entre cinq et dix ans, qui avait fortement augmenté entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, s'est amenuisée du fait du tarissement du flux des prêts d'épargne-logement (cf. *supra*). Il est également possible que la modération de la baisse des taux d'intérêt bancaires se soit traduite par une diminution des rachats de crédits, qui portent généralement sur des emprunts d'une durée résiduelle comprise entre 5 et 10 ans [6]. Enfin, la part des crédits de PFIT comprise entre 1 et 5 ans s'est très nettement réduite, témoignant du fort recul de la production de prêts relais (cf. ci-après). Au total, il en est résulté une hausse de la part des prêts de PFIT supérieure à 10 ans, c'est-à-dire des prêts de longue durée à taux fixe, qui représentent environ 70 % des crédits nouveaux au deuxième trimestre 2010.

**Graphique 12 Nombre de prêts relais nouveaux et stock des prêts relais existants selon leur durée résiduelle**

*Source : Banque de France*

6 *Les rachats de crédits, qui consistent à contracter un nouveau crédit dont le taux, plus avantageux que celui de l'ancien, viendra se substituer à celui-ci, sont comptabilisés dans les statistiques présentées ci-dessus dans la mesure où ils donnent lieu à la rédaction d'un nouveau contrat.*

## 2|6 Un moindre recours aux prêts relais

La production de prêts relais, qui avait atteint au deuxième trimestre 2008 un pic de l'ordre de 32 000 prêts accordés, a fortement diminué au cours de la seconde partie de l'année et a touché un point bas au début 2009, avec à peine plus de 10 000 prêts distribués (cf. graphique 12).

Ce fléchissement de la production de prêts relais s'explique par la baisse des transactions immobilières – et plus encore par celle des prix des logements – qui accroît le risque associé à ce type d'emprunt, puisque la valeur de marché de l'ancien logement se déprécie entre le moment où le prêt est contracté et celui où le bien est revendu. L'amélioration de la conjoncture sur le marché immobilier ne s'est pas traduite pour autant par une forte reprise de la production de prêts. Différentes mesures mises en place par les établissements de crédit et les sociétés de cautionnement et d'assurance, telles que la baisse de la durée initiale d'emprunt, la réduction des quotités de financement ou encore la hausse des taux associés à ce type de prêt, ont pu freiner la reprise de la production (cf. encadré 1). Bon nombre d'emprunteurs ont aussi sans doute fait preuve d'une plus grande circonspection à l'égard de ce type de crédit, notamment en engageant la vente de leur ancien logement avant l'achat du nouveau.

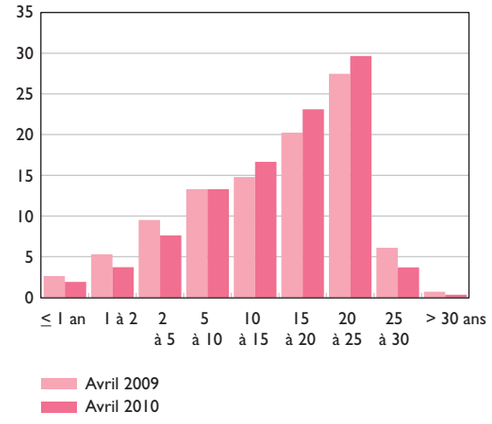
Le quasi-tarissement de la production de prêts relais a certes réduit les risques encourus, tant pour les prêteurs que pour les emprunteurs, mais il a aussi vraisemblablement contribué à freiner la reprise des transactions sur le marché immobilier. Pour un acquéreur dont la résidence principale constitue une partie de l'apport personnel, se passer de prêt relais implique de mobiliser d'autres actifs, cédés ou mis en garantie, ou de recourir pour un temps à la location. Dans les deux cas, le montage de l'opération immobilière s'en trouve compliqué.

## 2|7 La durée initiale moyenne des crédits a légèrement augmenté

Le fléchissement de la production de prêts relais et de prêts réglementés a entraîné un repli de la part des crédits de durée initiale inférieure ou égale à 5 ans dans l'ensemble des crédits nouveaux à l'habitat. En revanche, la part des crédits de durée initiale comprise entre 10 ans et 25 ans a sensiblement augmenté (cf. graphique 13), alors que celle des prêts d'une durée initiale supérieure à 25 ans a continué de diminuer, la proportion des prêts de plus de 30 ans étant même devenue négligeable. La baisse des taux d'intérêt en 2009 a en effet permis une réduction des durées d'emprunt, à taux d'effort constant.

**Graphique 13 Répartition des crédits nouveaux à l'habitat selon la durée initiale**

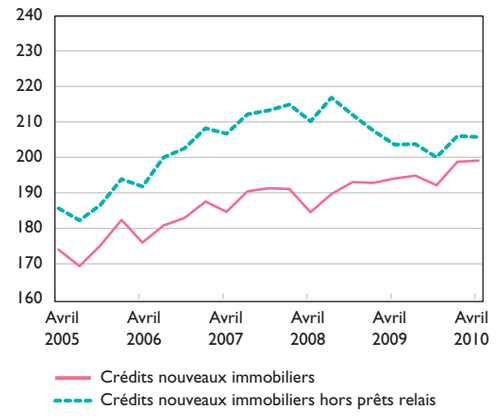
*(répartition en %, durée en année)*




*Source : Banque de France*

**Graphique 14 Durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat**

*(en mois)*




*Source : Banque de France*

En première analyse, la durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat s'est encore quelque peu allongée au cours des deux dernières années. Si l'on exclut les prêts relais du périmètre de calcul de la moyenne, cette durée a enregistré en revanche un léger raccourcissement depuis la mi-2008, mais il est à noter que celui-ci parait s'être interrompu depuis janvier 2010 (cf. graphique 14).

Quoi qu'il en soit, on observe toujours à cet égard de fortes disparités d'un établissement à l'autre : à s'en tenir aux prêts ordinaires à l'accession à la propriété, la durée initiale moyenne des crédits nouveaux varie de 15 années environ pour les établissements distribuant les prêts les plus courts à un peu plus de 25 ans pour ceux octroyant les prêts les plus longs.

**ENCADRÉ 1**

## Les prêts relais

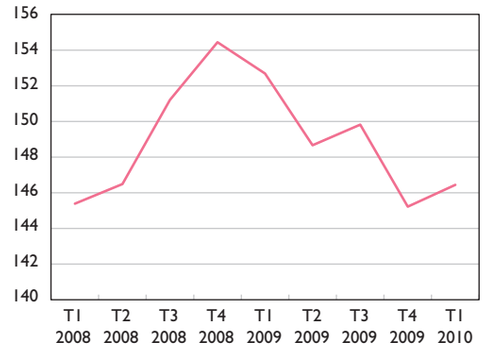
*Au début de l'année 2009, une enquête trimestrielle* ad hoc *portant sur les prêts relais a été mise en place par la Banque de France auprès de la profession bancaire, à la demande des pouvoirs publics. Conduite auprès de onze groupes bancaires résidents, représentant plus de 90 % de la distribution des prêts relais en France, elle a permis de collecter, entre autres variables, le nombre de prêts relais accordés, leur montant moyen, leur durée initiale, le taux moyen appliqué, la durée moyenne de remboursement et le nombre de prêts relais arrivant à échéance sans être remboursés. Cette enquête est venue compléter l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit, effectuée aux fins de calcul des taux de l'usure, et qui recense ligne par ligne, l'ensemble des prêts accordés au cours du premier mois de chaque trimestre par un échantillon représentatif de guichets.*

*Ces deux enquêtes ont permis d'observer que contrairement à l'évolution observée pour les autres prêts immobiliers, la production de prêts relais ne s'est pas redressée au cours de l'année 2009. Le nombre de prêts nouveaux, qui avait atteint un plus haut à 32 000 au deuxième trimestre 2008, a très nettement diminué à la fin de cette même année pour se stabiliser ensuite autour de 10 000 prêts relais nouveaux par trimestre tandis que le montant unitaire des opérations se réduisait progressivement. Il en est résulté une baisse régulière, depuis le pic de 2008, de la part des prêts relais dans les crédits immobiliers : celle-ci, qui avoisinait 12 % à son plus haut, était à peine supérieure à 3,5 % au premier trimestre 2010.*

*Ce quasi-tarissement est une conséquence directe de la baisse des prix et des transactions sur le marché des logements anciens qui, à compter de la mi-2008, s'est traduite par un allongement des délais de vente et donc, de la durée effective moyenne des prêts relais. La solvabilité des emprunteurs s'en est trouvée fragilisée, ceux-ci devant supporter le coût du crédit sur une plus*

**Graphique A Montant unitaire moyen des prêts relais**

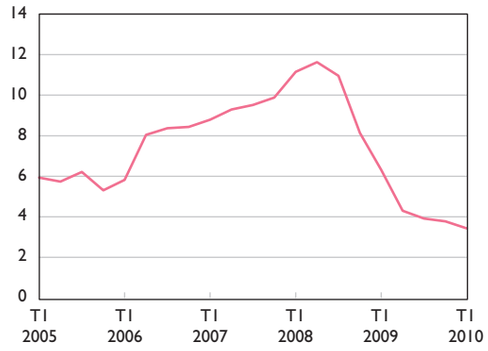
*(en millions d'euros)*




*Source : Banque de France*

**Graphique B Part des prêts relais dans les crédits immobiliers nouveaux**

*(en %)*

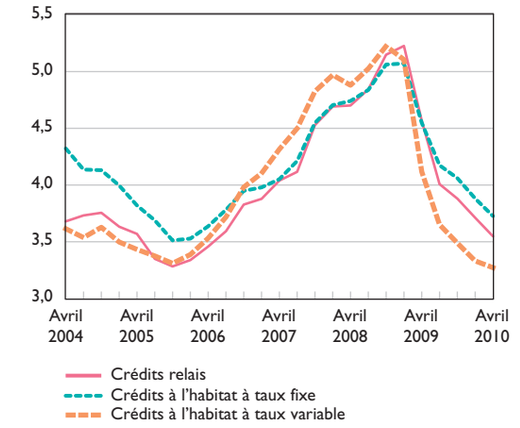



*Source : Banque de France*

…/…

**Graphique C Taux d'intérêt des crédits à l'habitat**

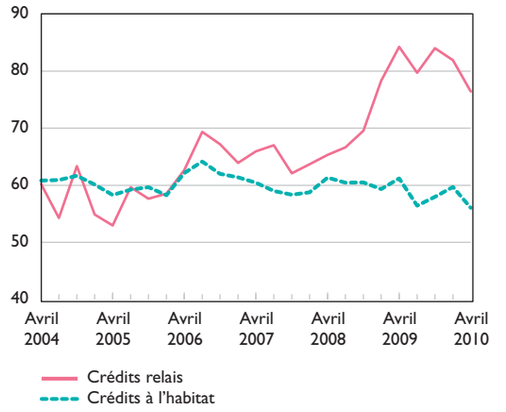
*(en %)*




*Source : Banque de France*

**Graphique D Écart entre le taux effectif global et le taux effectif au sens étroit**

*(en points de base)*




*Source : Banque de France*

*longue période que celle initialement prévue. Par ailleurs, dans un marché baissier, la probabilité de voir la valeur de marché du logement ancien diminuer entre le moment où elle est estimée et celui où le logement est vendu est, pour l'emprunteur comme pour le prêteur, un élément dissuasif.*

*Il est néanmoins difficile de se prononcer précisément sur les rôles respectifs des facteurs d'offre et de demande pour expliquer ce repli. La durée initiale moyenne des prêts relais est passée de 21 mois au premier trimestre 2008 à un peu moins de 18 mois au premier trimestre 2010, cela tendrait à accréditer l'importance des critères d'offre, de même que la baisse des montants moyens empruntés, qui résulterait d'une réduction des quotités de financement appliquées par les établissements prêteurs. On ne peut toutefois exclure une modification du comportement des acquéreurs eux-mêmes, qui auraient évité de recourir au prêt relais en s'astreignant à vendre leur logement avant d'en acheter un nouveau. En tout état de cause, l'amélioration de la conjoncture immobilière ne s'est pas traduite par une reprise de la distribution de prêts relais.*

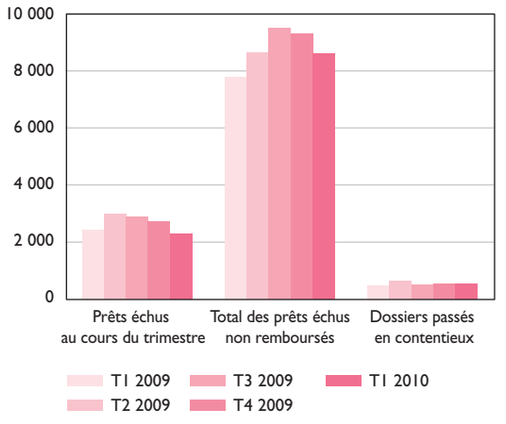
*Les taux d'intérêt pratiqués sur les prêts relais ne semblent pas être à l'origine de la baisse de la production de ce type de prêt. Ils ont évolué de manière comparable à ceux des crédits à l'habitat, même si la baisse des taux des crédits immobiliers, engagée dès la fin de l'année 2008, a été d'amplitude un peu moindre pour les prêts relais. Au printemps 2010, les taux des prêts relais excédaient de quelque 20 points de base ceux des prêts immobiliers à taux variable, ce qui traduit une légère sur-tarification au regard des standards historiques. Par ailleurs, la différence observée entre le taux effectif global et le taux effectif au sens étroit – c'est-à-dire hors frais de dossiers et assurances – a également augmenté fin 2008, se stabilisant à environ 80 points de base. Les établissements de crédit et les sociétés de cautionnement ont donc réévalué le risque spécifique associé à l'octroi d'un crédit relais.*

*Le nombre total de prêts non remboursés à échéance concernait un peu plus de 8 500 dossiers au 31 mars 2010.*

…/…

**Graphique E Dossiers échus et non remboursés**

*(en nombre)*




*Source : Banque de France*

*Ce stock, qui a augmenté jusqu'au deuxième trimestre 2009, s'est ensuite inscrit en diminution grâce au léger rebond des prix immobiliers. En revanche, en dépit de la baisse du nombre de prêts relais inscrits à l'actif des établissements de crédit, le nombre de ceux arrivant à échéance, c'est-à-dire dont la durée résiduelle est inférieure à six mois, a fait preuve d'une grande stabilité. Ce phénomène résulte d'une pratique largement répandue parmi les établissements de crédit, qui consiste à accorder à l'emprunteur une prolongation de contrat quelques mois, voire quelques semaines seulement, avant que le prêt n'arrive à échéance. Les établissements peuvent ainsi maintenir une certaine pression sur les emprunteurs, tout en évitant d'engager des procédures judiciaires longues et onéreuses. Le nombre de dossiers transmis aux services contentieux a ainsi été limité à 500 environ chaque trimestre.*

*Avec la reprise du marché de l'ancien, une résorption plus complète du stock de prêts relais échus non remboursés peut être raisonnablement attendue. Par ailleurs, du fait de la très nette diminution de la production observée depuis le tournant de l'année 2008, les tombées de prêts devraient continuer de se réduire sensiblement dans les trimestres qui viennent. Tant d'un point de vue prudentiel que sous l'angle social, les risques associés à l'octroi de prêts relais apparaissent donc avoir été relativement circonscrits.*

**ENCADRÉ 2**

## Données sources

*Les données utilisées dans cet article sont principalement issues de quatre sources :*

- *L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit conduite par la Banque de France auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit. Cette enquête qualitative, menée par l'ensemble des banques centrales nationales de l'Eurosystème selon une méthodologie harmonisée, porte principalement sur les critères d'octroi et conditions de crédit, la perception par les établissements prêteurs de l'orientation de la demande des entreprises et des ménages, ainsi que les facteurs susceptibles d'expliquer les évolutions de l'offre et de la demande de crédit.*

- *Les statistiques mensuelles de taux d'intérêt et de flux sur les contrats nouveaux, transmises à la Banque centrale européenne dans le cadre de la contribution française aux statistiques de taux d'intérêt bancaires de l'Eurosystème. Ces données recueillies auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit portent à la fois sur les taux des contrats nouveaux et sur leur montant. Elles sont ventilées entre crédits aux ménages et crédits aux sociétés non financières et, au sein de la catégorie « ménages », entre crédits à la consommation et crédits à l'habitat. À la différence de la centralisation des crédits nouveaux à l'habitat, les prêts aidés (tels que le prêt à taux zéro) sont inclus dans ces statistiques, de même que les renégociations de contrats. Une présentation détaillée de ces statistiques est disponible sur le site internet de la Banque de France [1].*

- *L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit, effectuée aux fins de calcul des taux de l'usure. Cette enquête recense, ligne par ligne, l'ensemble des prêts accordés au cours du premier mois de chaque trimestre par un échantillon représentatif de guichets bancaires et d'établissements de crédit spécialisés. Le montant, le taux, l'objet et la durée de chaque crédit sont renseignés. Cette collecte permet en particulier d'identifier les prêts relais au sein des crédits nouveaux à l'habitat. Elle offre également la possibilité de répartir les crédits nouveaux par durée, contrairement à la collecte mensuelle des taux d'intérêt sur contrats nouveaux, qui ventile les crédits à l'habitat selon la période de fixation initiale du taux.*

- *La centralisation des crédits nouveaux à l'habitat, menée chaque trimestre par la Banque de France auprès d'un panel d'établissements de crédit signataires d'une convention spécifique. Cette enquête recense le total des crédits nouveaux à l'habitat non aidés (prêts du secteur concurrentiel, prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement) accordés par les établissements de crédit participants, étant entendu que le montant total d'un prêt est comptabilisé dès le premier versement. L'objet du crédit est renseigné, permettant une ventilation entre construction ou acquisition d'un logement neuf, acquisition d'un logement ancien, travaux de gros entretien ou d'amélioration. Les données sont collectées par département, puis agrégées au niveau national.*

*1 http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/titres/tibe.pdf*

# La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2009

*Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles*

*Direction de la Balance des paiements*

*En 2009, le déficit des transactions courantes de la France se stabilise à 37 milliards d'euros, soit 1,9 % du PIB, comme l'année précédente.*

*Ce déficit reflète en premier lieu le solde négatif des échanges de biens, qui s'inscrit à 45 milliards d'euros, et dont l'amélioration dans un contexte de forte contraction mondiale du commerce de marchandises est compensée par la baisse des excédents des services et des revenus.*

*Les investissements directs se soldent par des sorties de 63 milliards d'euros en 2009, en légère baisse par rapport à l'année précédente, mais toujours à un niveau historiquement élevé. Le ralentissement du nombre d'opérations en capital social et l'importance croissante des opérations de prêts intra-groupes incitent néanmoins à relativiser la croissance apparente des flux d'investissements directs.*

*Pour la deuxième année consécutive, les investissements de portefeuille se traduisent par des entrées nettes de capitaux, qui s'élèvent en 2009 au niveau record de 270 milliards d'euros. Le repli des achats de titres étrangers par les résidents et la croissance des acquisitions de titres français par les non-résidents, tendances déjà observées en 2008, se confirment, voire s'amplifient.*

*En 2009, les opérations de prêts et emprunts avec les non-résidents (autres investissements) présentent un solde négatif de 149 milliards après deux années consécutives d'entrées nettes. Ce retournement s'explique par un mouvement marqué de diminution des engagements de l'ensemble des secteurs, et notamment des banques commerciales et de la Banque de France.*

*À la fin de l'année 2009, la position extérieure nette de la France, exprimée en valeur de marché, est débitrice de 208 milliards d'euros. Malgré le déficit courant, la position extérieure se redresse de 23 milliards grâce aux effets nets de valorisation de 83 milliards.*

Mots-clés : Balance des paiements, transactions courantes, solde commercial, investissements directs, investissements de portefeuille, position extérieure, fusions et acquisitions transfrontières

Codes JEL : F10, F21, F23

*NB : Les données commentées dans cet article sont celles qui figurent dans le* Rapport annuel 2009 *publié sur le site internet de la Banque de France.*

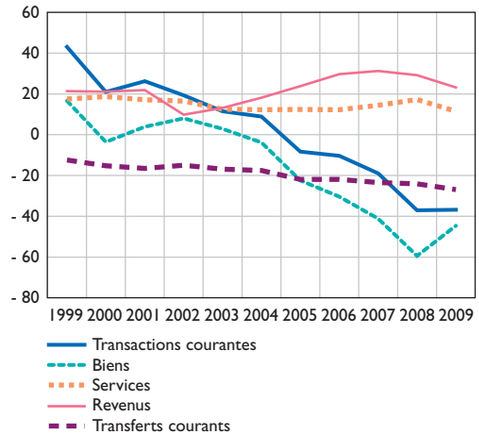
**Tableau 1 Principaux soldes de la balance des paiements**

*(en milliards d'euros)*

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|
| **Transactions courantes** | **- 18,9** | **- 37,1** | **- 36,8** |
| Biens | - 41,1 | - 59,4 | - 44,6 |
| Services hors voyages | 2,7 | 6,9 | 3,7 |
| Voyages | 11,7 | 10,3 | 7,8 |
| Revenus | 31,2 | 29,2 | 23,1 |
| Transferts courants | - 23,4 | - 24,1 | - 26,9 |
| **Compte de capital** | **1,9** | **0,7** | **0,3** |
| **Compte financier** | **30,3** | **26,7** | **59,4** |
| Investissements directs | - 49,7 | - 67,5 | - 63,0 |
| *Français à l'étranger* | *- 120,1* | *- 110,0* | *- 105,9* |
| *Étrangers en France* | *70,3* | *42,5* | *42,9* |
| Investissements de portefeuille | - 121,2 | 40,5 | 270,0 |
| *Avoirs* | *- 206,9* | *- 87,1* | *- 60,6* |
| *Engagements* | *85,8* | *127,6* | *330,7* |
| Produits financiers dérivés | 41,9 | - 16,4 | - 2,1 |
| Autres Investissements | 159,8 | 61,4 | - 149,4 |
| Avoirs de réserve | - 0,5 | 8,5 | 3,9 |
| **Erreurs et omissions nettes** | **- 13,2** | **9,8** | **- 22,9** |

**Graphique 1 Transactions courantes**

*(soldes bruts en milliards d'euros)*




# 1| Le compte de transactions courantes et le compte de capital

Le solde des transactions courantes enregistre en 2009 un déficit pour la cinquième année consécutive. Celui-ci se stabilise à 36,8 milliards d'euros en 2009 (37,1 milliards en 2008). Ce déficit reflète essentiellement le solde négatif des échanges de biens, dont l'amélioration en 2009, dans un contexte de forte contraction mondiale du commerce de marchandises, est compensée par la baisse des excédents des services et des revenus. Le déficit des transferts courants se creuse légèrement, à 26,9 milliards.

## 1|1 Les biens

Les échanges de biens ont enregistré un recul historique à la charnière des années 2008 et 2009 dans le sillage du ralentissement économique mondial. Le déficit des échanges de biens atteint 44,6 milliards en 2009 après 59,4 milliards en 2008.

Dans la balance des paiements de la France, la forte contraction du commerce mondial se traduit par un recul de 17,2 % pour les recettes et de 18,2 % pour les dépenses [1]. La réduction du déficit résulte essentiellement d'une diminution de 19,1 milliards de la facture énergétique, due à la fois à la baisse des cours moyens des hydrocarbures et à celle des volumes importés, alors que le solde douanier des biens hors énergie se dégrade de 6,7 milliards d'euros et devient négatif.

Le recul du commerce mondial s'est révélé relativement plus fort pour les biens d'équipement et les biens intermédiaires. Ainsi, en France, les évolutions sectorielles les plus significatives sont enregistrées dans les équipements mécaniques, électriques, électrotechniques et informatiques (– 19,5 %). Les exportations de matériels de transport ont également très nettement diminué, en lien avec la forte contraction des exportations d'automobiles (– 30,5 %), alors que les ventes de l'industrie aéronautique, point fort du commerce extérieur de la France, ont bien résisté en 2009 avec une baisse de seulement 5 %. Au sein des autres produits industriels, le repli marqué des exportations de biens intermédiaires est en partie compensé par les excellentes performances du secteur pharmaceutique, dont les ventes progressent de 8 %. Enfin, les exportations de produits agricoles et agroalimentaires enregistrent une baisse limitée (– 11,3 %).

1 *Évolution des données relatives aux biens dans la balance des paiements, qui diffèrent des données douanières par la prise en compte du travail à façon, des réparations et de l'avitaillement, et par la soustraction des échanges ne donnant lieu ni à un transfert de propriété ni à un paiement. En données douanières, la contraction est de 17,1 % pour les exportations et de 17,7 % pour les importations. Les chiffres de l'analyse sectorielle et géographique présentés plus bas sont directement repris des données douanières.*

Du point de vue géographique, l'amélioration du solde commercial est à relier, pour l'essentiel, à la progression des soldes vis-à-vis de la zone euro (+ 4,8 milliards) – principalement due à la réduction du déficit commercial vis-à-vis de l'Allemagne – et du Proche et Moyen-Orient (+ 6,1 milliards), imputable à la diminution du cours du pétrole mais également à la progression des exportations de la France vers les pays de cette zone.

## 1|2 Les services

Les échanges de services enregistrent en 2009 une baisse moins marquée que celle des échanges de biens. Les exportations reculent de 9,4 % et les importations de 5,3 %, conduisant à un net repli de l'excédent à 11,5 milliards après 17,2 milliards en 2008.

### Les transports

Le solde des transports reste déficitaire (de 0,7 milliard) malgré une amélioration de 0,2 milliard. Le contexte est marqué par une contraction des échanges dans un ordre de grandeur comparable au recul des échanges de biens (17 % tant à l'exportation qu'à l'importation).

La dégradation marquée du déficit des transports maritimes, suite à une baisse de 25 % des recettes, atténue l'effet de l'amélioration de l'excédent des transports aériens et la réduction du déficit des autres transports.

### Les voyages

La réduction de l'excédent des voyages entamée en 2008 s'amplifie en 2009 : ce dernier atteint 7,8 milliards, soit 2,5 milliards de moins qu'en 2008. Cette contraction s'explique par le recul des recettes de 7,9 %, tandis que les dépenses des Français à l'étranger n'affichent qu'une baisse de 1,9 %.

Les voyages personnels (par opposition aux voyages professionnels) constituent plus de 80 % des recettes de voyages. Le recul des recettes de voyages se confirme en 2009, année particulièrement difficile pour le tourisme international du fait de la crise économique mondiale et de l'incertitude liée à la pandémie de grippe A. La plupart des touristes étrangers, notamment ceux originaires du Royaume-Uni, d'Allemagne, des États-Unis ont fortement réduit leurs dépenses ; seuls les Néerlandais et les Belges ont davantage dépensé pour leurs déplacements en France.

Parallèlement, les dépenses des Français à l'étranger se réduisent. Les voyages vers les États-Unis, l'Italie, l'Afrique du Nord et l'Espagne s'inscrivent en recul. On note néanmoins un développement des voyages professionnels, qui représentent 22 % des dépenses en 2009, notamment à destination de la Suisse, de l'Allemagne, du Royaume-Uni, de la Belgique et du Luxembourg.

### Les autres services [2]

L'excédent des échanges d'autres services, hors transports et voyages, se réduit de 3,3 milliards en 2009 pour atteindre 4,5 milliards, soit un solde comparable à ce qui est observé en moyenne depuis le début des années 2000.

Par sous-secteur, les évolutions les plus notables en matière de solde portent principalement sur deux postes excédentaires : le solde des opérations de négoce international se réduit de 1,6 milliard pour atteindre 7,3 milliards ; celui des échanges de redevances et droits de licence se contracte de 0,8 milliard et se situe à 3,0 milliards. Les autres postes enregistrent une dégradation plus limitée de leur solde.

## 1|3 Les revenus

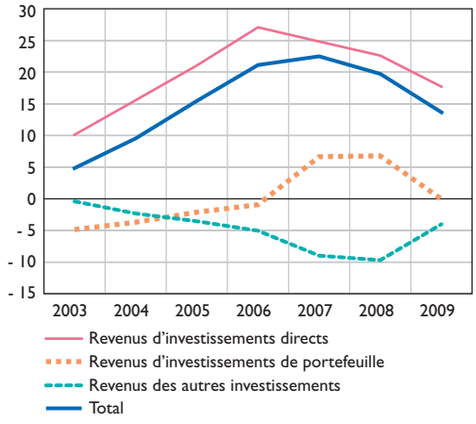
Après avoir enregistré deux années d'excédents en 2007 et 2008, le solde des revenus d'investissements de portefeuille recule de 6,9 milliards et est presque équilibré en 2009, du fait de l'accroissement des engagements vis-à-vis des non-résidents plus élevé que celui des avoirs des résidents en titres étrangers. Dans le même temps, du fait respectivement du ralentissement général de l'activité (et donc des bénéfices) et de la baisse des taux, les revenus d'investissements directs et les revenus des autres investissements se contractent dans le sens aussi bien des dépenses que des recettes [3]. La baisse de 5,7 milliards du déficit des revenus des autres investissements (essentiellement interbancaires) qui

2 *Les « autres services » correspondent pour l'essentiel aux échanges de services entre entreprises (négoce international, services financiers, informatiques, redevances, frais d'études et de recherche…), auxquels s'ajoutent les services d'assurance, les services personnels et audiovisuels, les services des administrations publiques.*

3 *Il est à noter que les revenus d'investissements directs de 2009 sont projetés et non mesurés.*

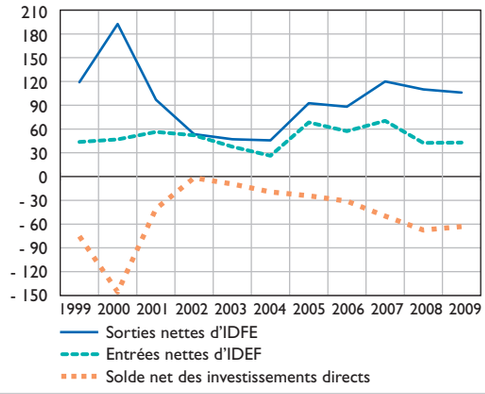
**Graphique 2 Soldes des revenus d'investissements** (y compris les bénéfices réinvestis)

*(en milliards d'euros)*




**Graphique 3 Flux d'investissements directs français à l'étranger, étrangers en France et solde net**

*(en milliards d'euros)*




en résulte vient compenser le recul de 4,9 milliards de l'excédent des revenus d'investissements directs.

## 2| Le compte financier

Ce compte enregistre les échanges d'actifs financiers entre la France et l'extérieur. En 2009, il présente des entrées nettes de capitaux de 59,4 milliards, après 26,7 milliards en 2008. L'augmentation considérable des achats par les non-résidents de titres émis par des résidents enregistrée dans la rubrique « investissements de portefeuille » conduit à des entrées nettes de capitaux qui ne sont pas totalement absorbées par le désendettement de l'ensemble des secteurs de l'économie française (à commencer par les banques) vis-à-vis des non-résidents.

### 2|1 Les investissements directs

Les flux d'investissements directs se soldent par des sorties de 63 milliards d'euros en 2009, en légère baisse par rapport à l'année précédente (67,5 milliards). Dans une perspective de long terme, les sorties nettes enregistrées en 2008 et 2009 s'établissent à un niveau élevé, dépassé uniquement en 1999 et 2000, période au cours de laquelle la valorisation des sociétés cotées et le montant des opérations de fusion-acquisition transfrontières atteignaient des montants records.

En 2009, les investissements directs français à l'étranger (IDFE) fléchissent légèrement, pour la deuxième année consécutive, à 105,9 milliards, contre 110 milliards en 2008 et 120,1 milliards en 2007. Alors que les sorties nettes liées à des opérations en capital social et aux bénéfices réinvestis reculent sensiblement par rapport à 2008, les autres opérations, c'est-à-dire les prêts et flux de trésorerie intra-groupes, progressent encore et sont désormais à l'origine de plus de la moitié des sorties nettes enregistrées.

Les investissements directs étrangers en France (IDEF) semblent se stabiliser en 2009, à 42,9 milliards. Davantage encore que dans le cas des investissements français à l'étranger, les « autres opérations » y représentent une part prépondérante (67%). Si l'on exclut les « autres opérations », les investissements étrangers en France présentent un solde globalement stable : les investissements immobiliers se maintiennent au même niveau qu'en 2008, en net retrait par rapport aux années précédentes ; les bénéfices réinvestis, négatifs en 2008, retrouvent un solde positif ; enfin, les opérations en capital, déjà de faible ampleur lors des années précédentes, reculent de 29 % par rapport à 2008, à 7,7 milliards.

La croissance des groupes multinationaux s'accompagne de la mise en place de structures de financement à l'échelle continentale ou mondiale en leur sein. Le développement des prêts croisés intra-groupes qui en résulte majore artificiellement les flux d'investissements directs entrants et sortants

tout en déformant les ventilations géographique et sectorielle de ces derniers.

Il est donc souhaitable d'analyser les flux d'investissements directs après correction de ce type de mouvements, conformément à la règle du principe directionnel étendu recommandée par l'OCDE [4]. Ainsi, les investissements directs sortants sont réduits de 47,1 milliards en 2009, à 58,8 milliards, tandis que les investissements directs étrangers en France deviennent légèrement négatifs, à – 4,3 milliards.

## 2|2 Les investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille induisent en 2009 des entrées de capitaux, à hauteur de 270,0 milliards d'euros après 40,5 milliards en 2008 et des sorties de 121,2 milliards en 2007. Cette forte progression amène les flux nets des investissements de portefeuille au niveau le plus élevé en valeur absolue jamais observé. L'ampleur des entrées constatées en 2009 s'explique par la très forte augmentation des acquisitions de titres français par les non-résidents, dans un contexte de forte progression des émissions de titres en France, et par le net repli des achats de titres étrangers par les résidents, observé dès 2008 et confirmé en 2009.

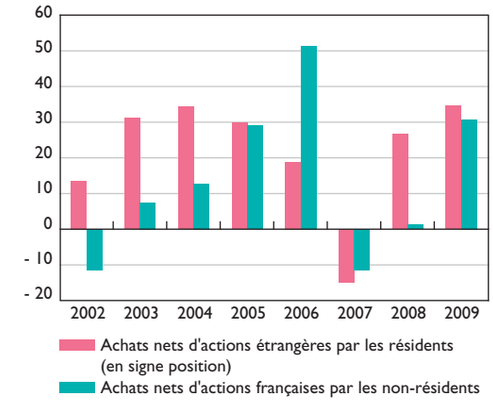
Comme en 2008, plus de la moitié des entrées nettes de capitaux proviennent des opérations sur les titres émis par les secteurs autres que les administrations publiques et les institutions financières monétaires, dont le solde, déjà positif en 2008 de 37,9 milliards d'euros, est passé en 2009 à 170,2 milliards d'euros. Ce solde élevé résulte principalement de la forte croissance des flux d'engagements sur ces secteurs, passés de 11,2 à 156,1 milliards dans un contexte d'augmentation des émissions de titres, notamment dues à la Société de financement de l'économie française [5].

Les opérations sur titres publics contribuent également à d'importantes entrées de capitaux, à hauteur de 112,8 milliards d'euros en 2009, après 16,0 milliards en 2008, du fait d'une réduction des achats de titres publics étrangers par les résidents français conjuguée à un accroissement des achats de titres publics français par les non-résidents. Seuls les titres émis par les institutions financières monétaires entraînent de faibles sorties de capitaux.

Les flux nets sur actions reviennent quasiment à l'équilibre avec des sorties de capitaux de seulement 3,9 milliards d'euros en 2009, après 25,4 milliards en 2008. Cette évolution découle surtout du changement de comportement des non-résidents, dont les acquisitions d'actions françaises ont enregistré une forte reprise. Dans le même temps, les achats

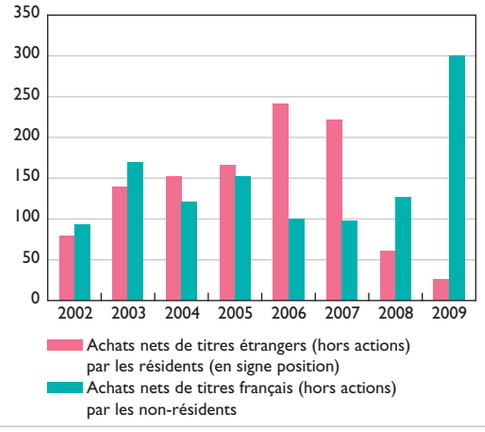
**Graphique 4 Flux nets d'investissements de portefeuille en actions**

*(en milliards d'euros)*




**Graphique 5 Flux nets d'investissements de portefeuille hors actions**

*(en milliards d'euros)*




4 *Une présentation en est proposée dans l'article de ce* Bulletin *intitulé «* Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 *».*
5 *La SFEF est classée dans les « autres institutions financières », qui font partie, avec notamment les sociétés non financières, des « autres secteurs ».*

d'actions étrangères par les résidents se sont inscrits en progression plus modérée, à 34,6 milliards.

Les titres autres que les actions sont à l'origine d'entrées de capitaux pour 273,9 milliards d'euros, après 65,9 milliards en 2008 et des sorties de 124,7 milliards en 2007. Toutes les natures de titres (obligations et assimilés, titres d'OPCVM et titres de dette à court terme) contribuent à ces entrées de capitaux, alors que seules les obligations enregistraient des entrées de capitaux en 2008. Cette évolution résulte d'une forte augmentation des achats des non-résidents, passés de 126,4 milliards d'euros en 2008 à 300,0 milliards en 2009, qui concerne dans des proportions variables tous les types de titres et est particulièrement importante pour les obligations. Elle s'accompagne d'un recul des achats de titres étrangers par les résidents.

## Les investissements des résidents en titres étrangers

Les achats nets de titres étrangers par les résidents s'élèvent à 60,6 milliards d'euros en 2009. Le repli observé depuis 2006 se poursuit, mais à un rythme plus modéré en 2009 qu'en 2008. Il concerne principalement les titres émis par des administrations publiques : après 84,2 milliards en 2008, les résidents n'ont acheté en 2009 que 30,4 milliards d'euros de titres publics non résidents. Ils ont dans le même temps légèrement accru leurs investissements en titres émis par les institutions financières monétaires non résidentes (à 44,4 milliards) et réduit leurs ventes de titres émis par les autres secteurs non résidents (à 14,2 milliards).

Les institutions financières monétaires (IFM) résidentes françaises procèdent en 2009 à des ventes nettes de titres pour un montant de 23,8 milliards d'euros, alors qu'elles étaient acheteuses nettes pour 41,6 milliards en 2008 [6]. Ces ventes portent essentiellement sur les obligations et assimilés, pour 62,4 milliards. Elles poursuivent en revanche leurs achats nets de titres de dette de court terme, quoique à un rythme moins soutenu (32,8 milliards en 2009), et redeviennent acheteuses d'actions et de parts d'OPCVM, pour 5,8 milliards, après des ventes de 7,9 milliards en 2008.

Les autres secteurs (hors Banque de France et IFM, donc y compris les assurances) sont à nouveau fortement acquéreurs nets, pour 82,7 milliards, après le creux de 2008 (5,3 milliards). La part la plus importante de ces acquisitions porte sur des titres de créances à long terme (70,1 milliards), mais on observe également des achats nets d'actions et de parts d'OPCVM et de faibles dégagements sur les titres à court terme.

Les résidents français renforcent en 2009 leurs placements dans la zone euro, avec 85,4 milliards d'euros d'acquisitions de titres, alors qu'ils se désengagent des titres des émetteurs hors zone euro, avec 24,8 milliards d'euros de cessions. Cette structure est particulièrement flagrante pour les obligations et assimilés, mais s'observe également dans les flux d'investissements de portefeuille des résidents sur les titres de dette à court terme et sur les actions et parts d'OPCVM (les cessions de titres hors zone euro étant néanmoins plus faibles que pour les obligations).

## Les investissements des non-résidents en titres français

Les achats nets de titres français par les non-résidents ont atteint en 2009 un niveau sans précédent, à 330,7 milliards d'euros après 127,6 milliards en 2008 et 85,8 milliards en 2007. Les investissements des non-résidents en titres français ont porté essentiellement sur des titres émis par le secteur des administrations publiques et par les autres secteurs ; moins de 10 % du montant total de ces acquisitions concernent des titres émis par les institutions financières monétaires.

Après les cessions nettes – pour des montants relativement modestes – relevées en 2007 et 2008, les non-résidents ont procédé en 2009 à des acquisitions d'actions et de parts d'OPCVM pour 48,1 milliards d'euros. Cette orientation à l'achat s'observe aussi bien sur les actions (30,7 milliards), que sur les parts d'OPCVM (17,4 milliards).

Sur l'ensemble de la ligne actions et parts d'OPCVM, les investissements des non-résidents en titres français demeurent positifs mais limités s'agissant des titres

6 *À la différence des secteurs de compatibilité nationale, dans le manuel 5 du FMI sur les balances des paiements les IFM sont les établissements de crédit et les OPCVM monétaires, les banques centrales sont classées dans la rubrique « autorités monétaires ».*

émis par les IFM. L'essentiel des acquisitions des investisseurs non résidents porte sur des titres émis par les « autres secteurs » (notamment actions des sociétés non financières et parts d'OPCVM non monétaires), pour 42,3 milliards, succédant à des ventes nettes en 2008.

L'augmentation des acquisitions de titres français par les non-résidents porte en premier lieu sur les obligations et assimilés (202,9 milliards d'euros en 2009 après 84,1 milliards en 2008). Les achats de titres de dette à court terme ont progressé plus modérément, de 51,4 milliards à 79,7 milliards, après la forte hausse enregistrée en 2008.

Sur les titres obligataires, les secteurs émetteurs privilégiés dans les achats des non-résidents se sont sensiblement modifiés : après les titres des IFM en 2007 et des administrations publiques en 2008, les non-résidents ont privilégié les acquisitions d'obligations émises par les autres secteurs (pour 111,6 milliards). Ce déplacement reflète en grande partie les évolutions intervenues dans les émissions nettes de titres et, en particulier, l'importance en 2009 des émissions obligataires de la Société de financement de l'économie française, qui bénéficient de la garantie de l'État et qui ont été fortement souscrites par des investisseurs non résidents.

S'agissant du compartiment des instruments du marché monétaire (titres de dette à court terme), les non-résidents ont privilégié en 2009, comme déjà en 2008 les titres émis par le secteur des administrations publiques, qui représentent près de 90 % de leurs acquisitions.

Au total, les non-résidents ont acheté pour 143,2 milliards de titres français émis par les administrations publiques, soit 90 % des émissions nettes de ces dernières sur la période. Cette évolution des flux se traduit par une augmentation de la détention des non-résidents en titres publics, de 756,3 milliards à fin 2008 à 899,5 milliards à fin 2009. Sur les seuls titres de la dette négociable de l'État, le taux de détention par les non-résidents poursuit sa hausse et passe de 65,1 % à fin 2008 à 67,9 % à fin 2009.

## 2|3 Les autres investissements (opérations de prêts et emprunts)

En 2009, le solde des opérations de prêts et emprunts avec les non-résidents est négatif à hauteur de 149,4 milliards après deux années consécutives d'entrées nettes (159,8 milliards en 2007 et 61,4 milliards en 2008). Ce résultat s'explique par un mouvement marqué de diminution des engagements de 213,4 milliards, tous secteurs confondus.

Les IFM résidentes ont largement poursuivi en 2009 leur désendettement net pour 75,8 milliards, après 101,3 milliards en 2008. Ce solde provient d'une baisse de 142,9 milliards pour les engagements et de 67,2 milliards pour les avoirs. Cette évolution se retrouve également au niveau international où l'année 2009 est caractérisée, comme en 2008, par un contexte général de réduction de l'activité de financement transfrontière [7].

Les opérations de la Banque de France font apparaître en 2009 des sorties nettes de 47 milliards, qui succèdent à deux années d'entrées en 2007 et 2008, pour respectivement 53,2 milliards et 141,5 milliards. Il est à noter que depuis 2008 et si l'on considère les flux cumulés, les fortes variations enregistrées sur les opérations de prêts et emprunts des IFM résidentes ont été compensées par celles de la Banque de France, notamment par les opérations réalisées dans le cadre intra SEBC.

Le solde des opérations de prêts et emprunts des administrations publiques et des autres secteurs suit la même tendance et présente des sorties nettes pour 26,7 milliards, en raison d'une réduction des engagements, après deux années d'entrées nettes en 2007 et 2008.

La réduction des engagements de 142,9 milliards des IFM a particulièrement porté sur ceux à court terme (pour 94,1 milliards) en euros (67,0 milliards). Parallèlement, les établissements de crédit et les OPCVM monétaires résidents ont réduit leurs prêts à hauteur de 67,2 milliards, soit près du double de la baisse enregistrée l'an passé sur les avoirs.

7 *Ainsi, selon les données de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'encours global des prêts transfrontières des IFM a diminué de 1 632 milliards de dollars en 2009 (diminution à taux de change constant, source : « Locational Banking Statistics », BRI, quatrième trimestre 2009).*

Comme en 2008, ce sont les prêts à court terme (77,0 milliards) en euros (55,2 milliards) qui se sont le plus contractés.

Les opérations interbancaires constituent toujours l'essentiel des mouvements enregistrés en 2009, surtout du côté des avoirs. Du côté des engagements, plus de 20 % des opérations ont toutefois comme contrepartie des autorités monétaires.

Tant la réduction des avoirs (63 milliards sur 67) que celle des engagements (101 milliards sur 143) ont été réalisées majoritairement avec des contreparties situées à l'extérieur de la zone euro (plus particulièrement au Royaume-Uni et au Japon). Le désendettement net de 76 milliards des IFM résidentes est réparti pour moitié entre contreparties intra et extra zone euro, et très majoritairement en euros, même pour ces dernières.

Enfin, on observe en 2009 des entrées de capitaux à hauteur de 3,9 milliards d'euros sur la rubrique « avoirs de réserve ».

## 3| L'équilibre global de la balance des paiements

Les entrées de capitaux liées aux investissements de portefeuille contrebalancent les sorties liées aux transactions courantes, aux investissements directs et aux opérations de prêts et emprunts. L'excédent des engagements recensés sur les sorties identifiées se solde par un montant d'erreurs et omissions de – 22,9 milliards d'euros, après + 9,8 milliards en 2008.

## 4| La position extérieure de la France

Après un recul particulièrement important en 2008, la position extérieure nette exprimée en valeur de marché se redresse en 2009 avec des engagements nets de 208,3 milliards contre 231,7 milliards en 2008. Cette légère réduction du solde débiteur résulte d'un double mouvement : une amélioration de la position pour les investissements directs et les autres investissements (dépôts, crédits et placements négociés) qui retrouve un niveau d'avant crise ; une dégradation de la position pour les investissements de portefeuille qui passe d'une situation de surplus ou d'équilibre sur les années 2007 et 2008 à un endettement net, comme au début des années 2000.

**Tableau 2 Position extérieure**

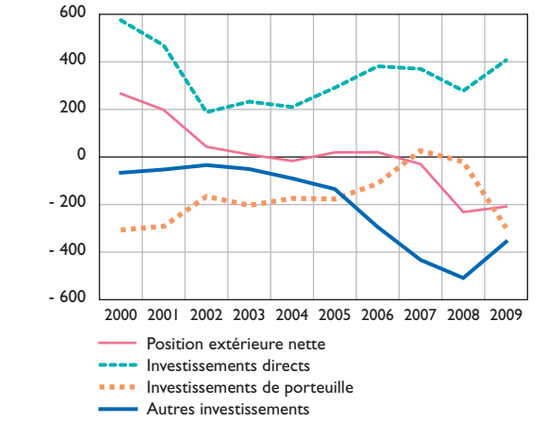
*(en milliards d'euros)*

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|
| **Investissements directs (en valeur de marché)** | **370,4** | **278,2** | **407,3** |
| *Français à l'étranger* | *1 226,5* | *939,9* | *1 193,8* |
| *Étrangers en France* | *- 856,1* | *- 661,7* | *- 786,4* |
| **Investissements de portefeuille** | **26,2** | **- 20,2** | **- 298,7** |
| *Titres étrangers* | *2 014,1* | *1 834,7* | *1 998,2* |
| *Titres français* | *- 1 987,9* | *- 1 855,0* | *- 2 296,9* |
| **Produits financiers dérivés** | **- 71,6** | **- 55,3** | **- 53,1** |
| **Autres investissements** | **- 433,0** | **- 508,4** | **- 356,2** |
| *dont IFM hors Banque de France* | *- 370,9* | *- 286,6* | *- 206,9* |
| **Avoirs de réserve** | **78,6** | **74,0** | **92,4** |
| **Position extérieure nette** | **- 29,4** | **- 231,7** | **- 208,3** |

La comparaison de la position extérieure entre la fin des années 2008 et 2009 montre que les capitaux nets reçus par la France pour financer le déficit des transactions courantes, soit 59,5 milliards d'engagements supplémentaires, ont été plus que compensés par des gains nets liés à la valorisation des avoirs et des engagements extérieurs, dont le montant est évalué à 82,8 milliards. Une partie significative de ces gains provient de l'évolution des cours boursiers (56 milliards) et 19,5 milliards sont dus aux variations du taux de change de l'euro.

**Graphique 6 Position extérieure nette**

*(en milliards d'euros)*



À la fin 2009, la position créditrice nette de la France en investissements directs s'améliore en valeur de marché de 129 milliards par rapport à fin 2008, pour s'établir à 407,3 milliards, alors qu'elle avait reculé de 92 milliards entre fin 2007 et fin 2008 du fait d'un important effet négatif de valorisation, en dépit de flux nets sortants de 67,5 milliards. Cette progression en 2009 résulte pour 63 milliards des flux d'investissements directs et pour 66 milliards des effets de valorisation liés essentiellement à la reprise des marchés actions et agissant plus favorablement sur les investissements directs français à l'étranger que sur les investissements directs étrangers en France.

Les investissements de portefeuille présentent une position nette débitrice à la fin de l'année 2009 de 298,7 milliards, alors qu'elle ne l'était que de 20,2 milliards à la fin de 2008, et qu'elle était encore créditrice de 26,2 milliards à la fin de 2007. L'accroissement des engagements nets en 2009 s'explique principalement par une contribution négative de 270 milliards des flux de balance des paiements, et seulement à la marge par des effets de valorisation. Sur les titres de dette publics émis dans la zone euro, la position nette (titres publics de la zone euro détenus par les résidents moins titres publics français détenus par les résidents de la zone euro hors de France) reste créditrice de 130,8 milliards. La position nette en titres publics avec l'extérieur de la zone euro demeure de son côté nettement débitrice de 444,7 milliards fin 2009.

La position nette en autres investissements (dépôts, crédits et placements négociés) reste débitrice de 356 milliards mais s'est réduite de 152 milliards en 2009. La Banque de France comme les IFM ont réduit leurs engagements nets, respectivement de 48,1 milliards et de 79,7 milliards. L'augmentation de la position sur avoirs de réserve d'une fin d'année à l'autre s'explique par les effets de change et surtout par des réévaluations (en particulier de l'or, pour 11,5 milliards) et les allocations de DTS (droits de tirage spéciaux) par le FMI, enregistrés pour 9,9 milliards d'euros sans flux correspondant en balance des paiements.

En fin d'année 2009, la position extérieure de la France est débitrice de 208 milliards, soit 11 % du produit intérieur brut.

### *Révision des données de la balance des paiements et de la position extérieure en 2008*

*La publication du* Rapport annuel *est l'occasion d'actualiser certaines données des années précédentes. Ainsi, le déficit des transactions courantes en 2008 a été révisé à la baisse, passant de 44 milliards à 37,1 milliards. Les révisions portent principalement sur les voyages, dont le solde s'améliore de 1,9 milliard suite à une amélioration de l'exploitation des données d'enquêtes, et sur les revenus d'investissements directs projetés l'année dernière (pour 6,1 milliards).*

*Les entrées nettes de capitaux du compte financier en 2008 sont révisées à la baisse de 51,5 milliards (de 78,1 à 26,7), qui proviennent essentiellement des révisions des investissements de portefeuille dues à la prise en compte de déclarations statistiques complémentaires de certains conservateurs et à l'utilisation de nouvelles sources permettant un suivi plus fin des caractéristiques et de la valorisation des titres. Suivant l'exploitation de sources comptables disponibles avec un délai d'un an, les investissements directs voient les flux entrants et sortants révisés à la baisse dans les mêmes proportions, le solde étant finalement peu modifié.*

# Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009

## Nouvelle présentation

**Dominique NIVAT et Bruno TERRIEN**
*Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles*
*Service des Investissements directs*

*Les statistiques d'investissements directs (ID) de la France sont actuellement établies et diffusées par la Banque de France selon des méthodes définies par la cinquième édition du manuel de balance des paiements du FMI, publié en 1993.* [1] *Une nouvelle édition du manuel de balance des paiements, la sixième, a toutefois été publiée en 2008 par le FMI, qui prévoit à terme* [2] *une évolution des méthodes de compilation et de présentation des statistiques d'investissements directs. Après avoir expliqué brièvement en quoi consistent les principaux changements entre les deux méthodes de compilation et de présentation des ID, cet article propose un état des lieux et une analyse des investissements directs de la France élaborés conformément aux futurs standards statistiques internationaux.* [3]

*Établis suivant ces futurs standards, les flux d'investissements directs sont réduits en moyenne de 30 milliards d'euros par an depuis 1999 par rapport à ceux respectant la présentation traditionnelle. En outre, leur évolution récente est différente. Selon la nouvelle présentation, les flux d'investissements directs français à l'étranger (IDFE) ont nettement fléchi en 2009 par rapport à 2007 et 2008, pour revenir à un niveau équivalent à celui de 2005. Pour leur part, les flux d'investissements directs étrangers en France (IDEF) sont devenus négatifs en 2009, ce qui n'avait jamais été observé au cours de la décennie qui vient de s'écouler.*

Mots-clés : investissements directs, ID,
groupe international, balance des paiements, position extérieure

Codes JEL : E01, F21, F23, F36, G12

1 *Ce sont d'ailleurs des statistiques conformes aux règles de la cinquième édition du manuel de balance des paiements qui figurent dans les différentes publications et bases de données nationales et internationales consacrées aux investissements directs : le* Stat-info *mensuel et le* Rapport annuel sur la balance des paiements de la France *publiés par la Banque de France ; les statistiques sur la balance des paiements française contenues dans le Balance of Payments yearbook du FMI, l'annuaire de l'OCDE sur les investissements directs, le World Investment report de la CNUCED, les bases de données de la Banque de France, d'Eurostat et de la BCE sur les investissements directs.*

2 *Pour l'ensemble des pays de l'Union européenne, l'année de publication requise est 2014.*

3 *La Banque de France publie d'ores et déjà des statistiques d'investissements directs selon cette méthodologie dans le* Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France, *consultable à l'adresse suivante :* www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie_balance/rap_2009/rap-2009.pdf

Le présent article s'appuie sur de nouvelles séries constituées sur la période 1999-2009 [4], élaborées selon la méthodologie du principe directionnel étendu recommandée par la sixième édition du manuel de balance des paiements du FMI (cf. encadré et annexe), pour analyser les flux (partie 1) et les stocks (partie 2) d'investissements directs. Les revenus d'ID sont analysés dans une troisième partie.

# 1| Les flux d'investissements directs

En 2009, les flux d'investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de capitaux de 63 milliards d'euros contre 67,5 milliards en 2008. Dans une perspective de long terme, toutefois, les sorties nettes

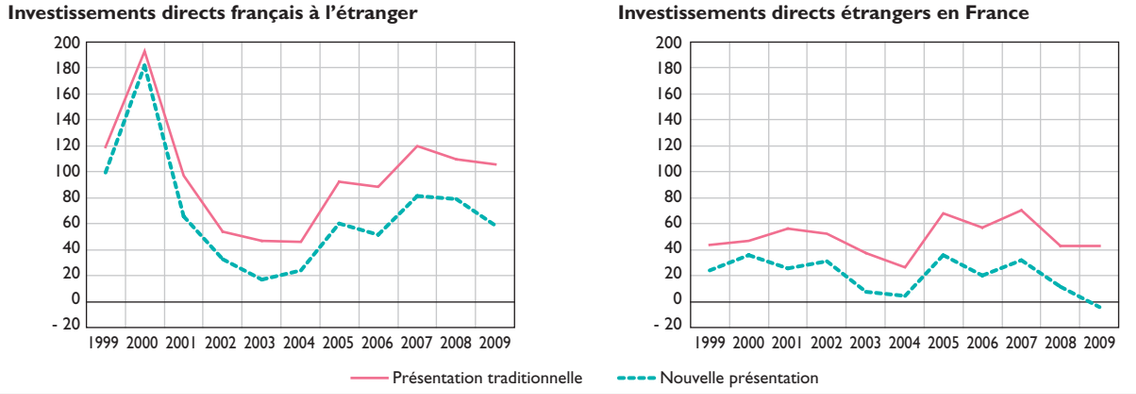
4 *Un document de travail, à paraître, fournira pour les années 1999 à 2009 des données de flux, de stocks et de revenus d'investissements directs établies conformément à la future méthodologie internationale, détaillées par nature d'opération et avec des ventilations géographiques et sectorielles.*

## *Une nouvelle méthode de compilation et de présentation des statistiques d'investissements directs*

*Les méthodes d'enregistrement des prêts intra-groupes dans les statistiques d'investissements directs définies au début des années 1990 et qui constituent la norme de publication actuelle ont pour effet de majorer artificiellement les flux et les stocks d'ID, compte tenu de l'expansion des groupes internationaux et de la généralisation, depuis le milieu des années 2000, de structures de financement implantées dans des pays fiscalement attrayants. Pour pallier la surestimation croissante des volumes d'ID, l'OCDE et le FMI ont mis au point une nouvelle méthode, dite « du principe directionnel étendu », consistant à reclasser les prêts et emprunts intra-groupes en fonction du lieu de résidence de la tête de groupe. Cette façon de procéder ne change ni le solde net des prêts intra-groupes, ni celui des investissements directs puisqu'elle consiste uniquement à reclasser des avoirs et des engagements par rapport à la méthode traditionnelle. En revanche, elle réduit sensiblement les flux et les stocks d'ID (cf. graphiques A et B), dans la mesure où les diverses opérations de prêt et d'emprunt entre sociétés résidentes et sociétés non résidentes d'un même groupe sont compensées [1]. Quant aux revenus d'investissements directs, ils ne sont affectés par la nouvelle méthodologie que pour la fraction relative aux revenus d'intérêts sur la dette intra-groupe [2].*

**Graphiques A et B L'impact du reclassement des prêts entre sociétés sœurs selon la règle du principe directionnel étendu sur les flux d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France**

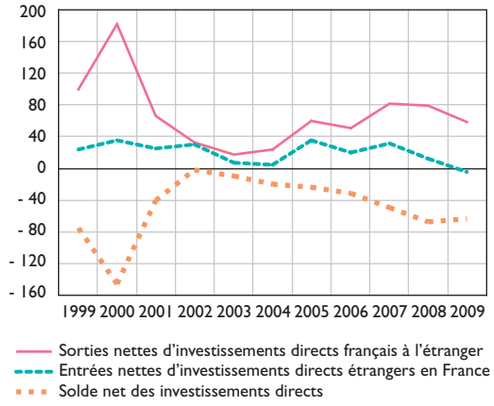
*(en milliards d'euros)*




1 *Pour des précisions complémentaires sur les méthodes, cf. l'annexe méthodologique en fin d'article, ainsi que Terrien (2009)*
2 *En raison du mode actuel de collecte des données, les intérêts sur prêts intra-groupes ne sont pas différenciés de ceux relatifs aux autres types de prêts et ne peuvent donc pas être rapprochés des encours de créances et dettes intra-groupes.*

**Graphique 1 Les flux d'investissements directs de 1999 à 2009**

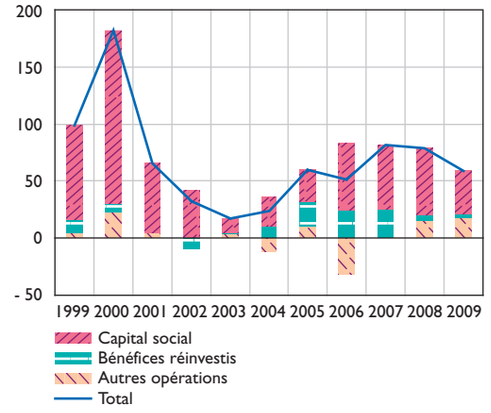
*(en milliards d'euros)*




*NB : Pour rendre plus aisée la comparaison avec les investissements directs étrangers en France, les ID français à l'étranger sont présentés ci-dessus avec un signe de balance des paiements inversé.*

**Graphique 2 Composition des flux nets d'investissements directs français à l'étranger**

*(en milliards d'euros)*




sont restées à un niveau élevé en 2008 et 2009, dépassé uniquement en 1999 et en 2000, années au cours desquelles la valorisation des sociétés cotées s'était traduite par des montants records d'opérations de fusion-acquisition transfrontières, en France comme à l'étranger (cf. graphique 1).

## 1|1 Les flux d'investissements directs français à l'étranger

Après deux années lors desquelles ils s'étaient élevés à des niveaux de l'ordre de 80 milliards, les flux d'ID français à l'étranger ont fléchi de quelque 20 milliards en 2009 (soit de 26 %), revenant à leur niveau de 2005. Au sein des ID, les opérations en capital social (investissements immobiliers compris) ont reculé de 35 %, en relation avec le ralentissement de la croissance mondiale et la baisse marquée des opérations de fusion-acquisition transfrontières ; les bénéfices réinvestis, déjà fortement réduits de 2007 à 2008 par la chute des résultats des filiales étrangères de sociétés françaises, ont poursuivi leur repli, à 2,1 milliards ; enfin, les « autres opérations » ou prêts intra-groupes ont légèrement progressé, à 18,6 milliards, après 15,1 milliards en 2008 (cf. graphique 2).

La dégradation de la conjoncture économique et le ralentissement de l'activité de fusion et acquisition dans le monde en 2009 ne transparaissent pas uniquement dans l'évolution des flux nets d'investissements en capital social à l'étranger, mais aussi dans le nombre d'opérations, investissements et désinvestissements confondus, qui a baissé de 31 % par rapport à 2008. Considéré sur longue période, ce nombre est le plus faible de la décennie, se situant à un niveau inférieur de 47 % à celui de l'année 2006, le plus élevé des cinq dernières années, et de 63 % à celui de l'année 2000 (cf. graphique 3).

Parmi les principales opérations d'investissements à l'étranger de l'année 2009, figurent notamment l'acquisition par BNP Paribas des trois quarts du capital de Fortis Banque auprès de l'État belge, ainsi que plusieurs opérations conduites par le groupe Électricité de France, au Royaume-Uni (prise de contrôle de British Energy), aux États-Unis (création d'une filiale

**Graphique 3 Nombre d'opérations en capital social (hors immobilier) supérieures à 50 000 €**

*(en nombre)*

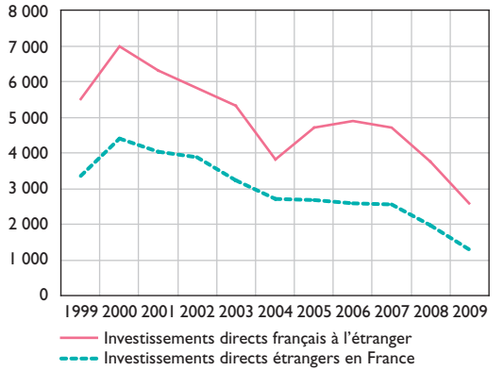


**Tableau 1 Répartition géographique des flux d'investissements directs depuis 2007 (en fonction du pays de première contrepartie)**

*(en milliards d'euros)*

| | Français à l'étranger | | | Étrangers en France | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2007 | 2008 | 2009 |
| **Union européenne (à 27)** | **- 69,1** | **- 40,5** | **- 41,1** | **31,1** | **6,1** | **- 8,0** |
| Union économique et monétaire (à 16) | - 63,7 | - 51,2 | - 29,3 | 24,6 | 8,3 | - 4,3 |
| *dont : Allemagne* | *- 6,8* | *0,3* | *- 1,2* | *10,4* | *3,1* | *- 5,9* |
| *Belgique* | *1,5* | *- 43,2* | *- 17,1* | *5,0* | *6,9* | *5,0* |
| *Espagne* | *- 6,0* | *0,9* | *0,1* | *3,5* | *- 5,4* | *- 0,2* |
| *Irlande* | *- 0,6* | *0,0* | *- 0,8* | *1,0* | *2,9* | *- 1,2* |
| *Italie* | *- 17,6* | *- 3,6* | *- 0,8* | *- 0,4* | *- 1,0* | *- 0,3* |
| *Luxembourg* | *- 3,4* | *0,0* | *- 8,4* | *5,7* | *- 1,0* | *- 2,9* |
| *Pays-Bas* | *- 29,8* | *- 3,8* | *1,4* | *- 0,5* | *1,2* | *1,5* |
| Autres pays de l'Union européenne | - 5,4 | 10,7 | - 11,7 | 6,5 | - 2,2 | - 3,7 |
| *dont : Pologne* | *- 1,0* | *- 0,3* | *- 0,7* | *- 0,3* | *0,6* | *- 0,3* |
| *République tchèque* | *- 0,7* | *- 0,8* | *- 1,4* | *- 0,1* | *- 0,1* | *0,4* |
| *Roumanie* | *- 0,7* | *- 1,1* | *- 0,4* | *- 0,1* | *0,1* | *0,1* |
| *Royaume-Uni* | *- 1,6* | *16,6* | *- 8,0* | *6,2* | *- 3,1* | *- 3,5* |
| *Suède* | *- 0,1* | *- 2,9* | *- 1,4* | *0,1* | *- 0,1* | *- 0,4* |
| **Autres pays industrialisés** | **- 4,4** | **- 11,4** | **- 7,1** | **0,2** | **6,6** | **0,0** |
| *dont : États-Unis* | *- 12,5* | *- 12,1* | *- 3,9* | *1,2* | *4,1* | *0,5* |
| *Japon* | *- 0,4* | *- 0,1* | *0,1* | *0,1* | *1,1* | *0,4* |
| *Suisse* | *0,8* | *0,7* | *- 3,8* | *1,4* | *1,3* | *- 0,5* |
| **Reste du monde** | **- 8,3** | **- 27,3** | **- 10,6** | **0,7** | **- 1,0** | **3,8** |
| **Total** | **- 81,7** | **- 79,2** | **- 58,8** | **32,0** | **11,7** | **- 4,3** |

commune spécialisée dans la production d'électricité d'origine nucléaire avec Constellation Energy) et en Belgique. Par ailleurs, le groupe Sanofi-Aventis a poursuivi son implantation sur le marché des médicaments génériques en rachetant la société tchèque Zentiva, tandis que Vivendi a émis en fin d'année une OPA sur le capital de l'opérateur de télécommunications brésilien GVT.

Sur le plan géographique, en fonction du pays de première contrepartie [5] et toutes opérations confondues, les pays de l'Union européenne (à 27) et les autres pays industrialisés ont reçu une large part des investissements directs français à l'étranger en 2009, accueillant respectivement 70 % (50 % pour la zone euro à 16) et 12 % des flux nets, contre 18 % pour le reste du monde. Les flux vers la zone euro sont fortement concentrés, deux pays, la Belgique et le Luxembourg, ayant reçu plus de 85 % des flux nets, loin devant l'Allemagne, l'Irlande et l'Italie. Parmi les autres pays de l'Union européenne, les principales destinations sont le Royaume-Uni, du fait des investissements d'EDF, qui précède largement la République tchèque et la Suède. Hors de l'UE, les États-Unis, également du fait des investissements d'EDF, et la Suisse ont accueilli respectivement 7 % et 6 % des flux nets, tandis que le Brésil s'est placé au premier rang des pays émergents et en développement avec 6 % du total, sous l'effet des investissements de Vivendi (cf. tableau 1).

La part des pays émergents dans le total des flux reste faible, y compris lors des trois dernières années. Ceci s'explique avant tout par l'enregistrement de la ventilation géographique en fonction de la première contrepartie qui fonde la méthodologie internationale des investissements directs. On sait en effet, même s'il est difficile de le quantifier précisément, que de nombreux investissements effectués par des groupes français et destinés *in fine* aux pays émergents transitent par des filiales financières situées dans d'autres pays industrialisés tels que le Luxembourg, la Belgique, la Suisse ou le Royaume-Uni.

5 *Cf. annexe méthodologique*

## 1|2 Les flux d'investissements directs étrangers en France

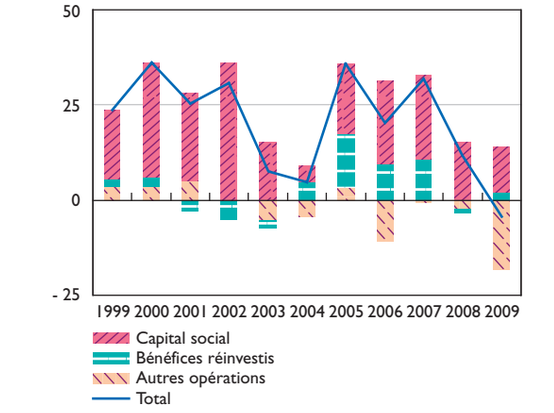
Les investissements directs étrangers en France, qui s'étaient inscrits entre 20 et 40 milliards d'euros de 2005 à 2007, ont fortement baissé au cours des deux dernières années, passant d'abord à 11,7 milliards en 2008, en baisse de 63 % par rapport à l'année précédente, puis laissant place à des désinvestissements nets en 2009. Parmi les différentes composantes des ID, les investissements immobiliers, après avoir fortement reculé en 2008, se sont maintenus à 4,3 milliards en 2009, contribuant ainsi à la résilience du marché français dans un environnement international difficile. Selon des données encore estimées, les bénéfices réinvestis auraient retrouvé un solde positif de 2,1 milliards en 2009, alors qu'ils avaient affiché un solde négatif en 2008. Les opérations en capital, hors investissements immobiliers, déjà de faible ampleur lors des années précédentes, ont reculé pour leur part de 29 % par rapport à 2008, à 7,7 milliards. Enfin, les « autres opérations » ont dégagé un solde net négatif de – 18,3 milliards, en très forte hausse par rapport à 2008. Compte tenu des règles appliquées ici pour le classement des prêts intra-groupes, ce solde négatif signifie que les filiales françaises de groupes étrangers ont dans l'ensemble davantage contribué au financement de leur maison-mère ou d'entités non résidentes de leur groupe en 2009 qu'elles n'en ont reçu de prêts. Un phénomène semblable s'était déjà produit lors des années précédentes, en particulier en 2006 et en 2003, mais jamais avec une telle ampleur (cf. graphique 4).

Concernant les investissements étrangers en capital social, hors investissements immobiliers, on note également une diminution du nombre d'opérations en 2009, en baisse de 35 % par rapport à 2008. Observé sur plus longue période, ce dernier a décliné continûment depuis neuf ans et s'est inscrit en 2009 à un niveau inférieur de 71 % à celui de l'année 2000 (cf. graphique 3).

Peu de grandes opérations d'investissements directs étrangers en France en capital social sont à signaler en 2009, et elles apparaissent, en outre, davantage comme la contrepartie d'autres opérations que comme de véritables investissements initiés de l'étranger : il en va ainsi de l'attribution d'actions de BNP Paribas à l'État belge en contrepartie de la cession par celui-ci de 75 % du capital de Fortis Banque à la banque française. Par ailleurs, deux fonds d'investissement luxembourgeois de la banque d'affaires américaine Goldman Sachs sont entrés au capital d'Eurotunnel, suite au remboursement en actions de titres de dette subordonnée antérieurement émis par Eurotunnel.

**Graphique 4 Composition des flux nets d'investissements directs étrangers en France**

*(en milliards d'euros)*




Sur le plan géographique, et selon le principe de provenance immédiate des capitaux, la quasi-totalité des pays ont eu des opérations proches de l'équilibre avec la France en 2009. La Belgique, les Pays-Bas et les Émirats arabes unis ont été les trois principaux pays investisseurs, mais pour un montant cumulé modeste de moins de 10 milliards, tandis que les pays qui ont le plus contribué aux désinvestissements nets sont l'Allemagne, pour 5,9 milliards, le Royaume-Uni, pour 3,5 milliards, et le Luxembourg, pour 2,9 milliards (cf. tableau 1).

# 2| Les stocks d'investissements directs

Fin 2009, la position nette des investissements directs en valeur comptable atteignait 377,7 milliards d'euros (soit 20 % du PIB), différence entre des avoirs extérieurs de 802,8 milliards et des engagements de 425,1 milliards. Depuis fin 1999, le stock des investissements directs français à l'étranger a été multiplié par 2,8 et a connu une croissance interrompue seulement en 2002 et 2003, après l'éclatement de la « bulle internet » et lorsque les flux se sont fortement ralentis. Pour sa part, le stock des ID étrangers en France en valeur comptable a connu une croissance encore plus régulière depuis 1999,

**Tableau 2 Répartition sectorielle des stocks d'investissements directs**

*(en pourcentage du total et en milliards d'euros pour le total)*

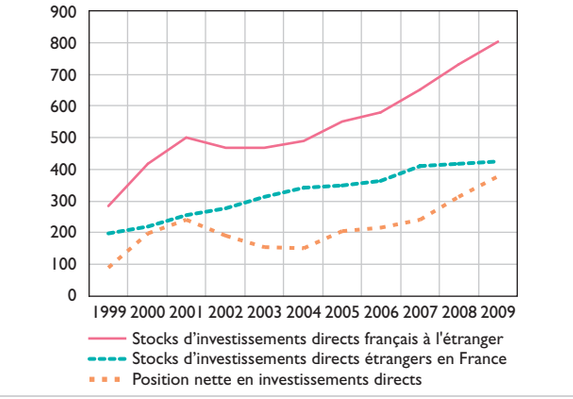
| | Français à l'étranger | | | Étrangers en France | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1999 | 2004 | 2009 | 1999 | 2004 | 2009 |
| Agriculture, sylviculture et pêche | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Toutes industries | 55,2 | 38,6 | 39,0 | 36,2 | 27,2 | 25,8 |
| *dont : Industries manufacturières* | *35,7* | *29,0* | *26,4* | *35,1* | *26,0* | *24,4* |
| Construction | 0,5 | 0,5 | 1,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles | 5,8 | 5,7 | 6,5 | 7,7 | 5,2 | 1,3 |
| Transports et entreposage | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,4 | 0,6 | 0,7 |
| Hébergement et restauration | 2,0 | 1,3 | 1,0 | 0,4 | 0,4 | 1,6 |
| Information et communication | 3,8 | 3,2 | 8,2 | 2,0 | 3,3 | 5,3 |
| Activités financières et d'assurance | 25,5 | 38,1 | 30,9 | 30,5 | 35,7 | 30,6 |
| *dont : Activités des sociétés holding* | *5,0* | *13,4* | *6,4* | *11,1* | *17,4* | *11,9* |
| Activités immobilières | 2,1 | 2,8 | 3,7 | 11,4 | 16,2 | 22,2 |
| Soutien aux entreprises | 2,3 | 1,8 | 5,1 | 1,6 | 3,2 | 8,2 |
| Enseignement, santé humaine, action sociale et autres services | 0,6 | 2,3 | 0,2 | 2,6 | 1,5 | 0,6 |
| Montants non ventilés | 1,5 | 5,0 | 3,1 | 6,6 | 6,2 | 3,2 |
| **Total** | **286,0** | **490,9** | **802,8** | **197,0** | **341,4** | **425,1** |

puisque constamment positive, mais plus lente, au terme de laquelle il a été multiplié par un peu plus de 2 (cf. graphique 5).

Le reclassement des prêts intra-groupes en fonction de la règle du principe directionnel étendu fait fortement et simultanément diminuer les encours de prêts français à l'étranger et étrangers en France, de sorte que, dans la présentation retenue pour cet article, les stocks d'ID sont presque exclusivement constitués de capitaux propres d'entreprise. Ceux-ci représentaient ainsi 87 % du stock total d'ID français à l'étranger fin 2009, les investissements immobiliers 3 % et les prêts 10 %. Concernant les stocks d'ID étrangers en France, la part des prêts intra-groupes était encore plus faible fin 2009, ne dépassant pas 4 %, mais les investissements immobiliers, soutenus par des achats massifs et en progression depuis plusieurs années qui ne se sont infléchis qu'en 2008 et 2009 [6], approchaient 20 % du total.

**Graphique 5 Les stocks d'investissements directs en valeur comptable de fin 1999 à fin 2009**

*(en milliards d'euros)*




## 2|1 Répartition sectorielle des stocks d'investissements directs [7]

Fin 2009, deux secteurs regroupaient une part importante des ID français à l'étranger, les activités financières et d'assurance, avec 31 % du total – dont un cinquième pour les sociétés *holding* – et les industries manufacturières, 26 %. Bien que leurs stocks en valeur n'aient jamais baissé depuis fin 1999, sauf en 2002, ces dernières ont vu leur part relative baisser de 10 points en dix ans. De leur côté, les activités financières et d'assurance ont vu leur part s'accroître de 13 points entre 1999 et 2004, celle-ci déclinant

6 *Et sans doute également mieux recensés que les investissements immobiliers français à l'étranger compte tenu du contexte légal et réglementaire.*

7 *La répartition sectorielle des investissements directs présentée ici est établie pour la première fois en NAF rév. 2, rétropolée jusqu'au début de la période. Pour les ID français à l'étranger, les secteurs pris en compte sont ceux des investisseurs directs résidents, et pour les ID étrangers en France, les secteurs sont ceux des sociétés investies par les non-résidents (cf. annexe méthodologique en fin d'article pour davantage de précisions).*

tendanciellement ensuite. Le secteur de l'information et de la communication, peu internationalisé en tout début de période est désormais bien représenté parmi les secteurs investisseurs, avec 8 % des investissements. Enfin, le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles a conservé une part stable des investissements tout au long de la période, de l'ordre de 6 % (cf. tableau 2).

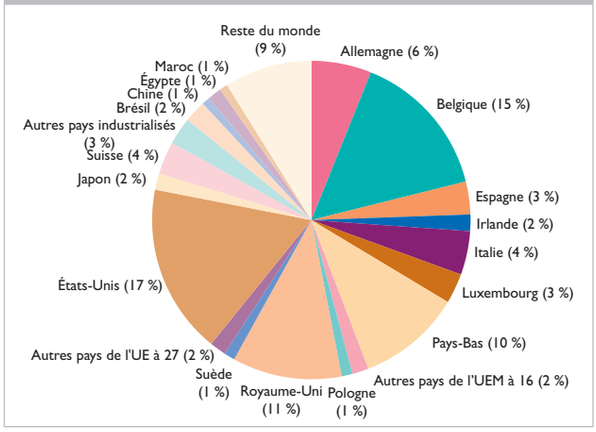
S'agissant des stocks d'ID étrangers en France, la situation n'est guère différente, au moins dans ses grands traits, avec deux secteurs dominants fin 2009 : les activités financières et d'assurance, 31 % du total – dont 40 % pour les investissements dans des sociétés *holding* –, et l'industrie manufacturière, 24 %. La part des investissements dans les entreprises manufacturières résidentes a décliné de près de 11 points en dix ans, mais reste supérieure à la part de l'activité manufacturière dans le PIB, montrant que les investisseurs étrangers sont loin d'avoir déserté ce secteur de l'économie. La fabrication de machines et d'autres matériels de transport, le raffinage, la métallurgie, le bois et l'édition sont les sous-secteurs dont la part a le plus baissé en dix ans, alors que l'industrie chimique, l'industrie automobile et surtout la pharmacie ont mieux résisté.

Une spécificité des ID étrangers en France est le poids de l'immobilier : le cumul de la détention de biens immobiliers *stricto sensu* et des investissements étrangers dans le secteur de l'immobilier atteignait plus de 22 % du total des investissements fin 2009, ce qui représente un doublement de sa part en dix ans, et un quadruplement du stock en valeur. Deux autres grands secteurs ont aussi connu une expansion rapide depuis fin 1999, le secteur du soutien aux entreprises, au sein duquel se classent les entreprises de travail temporaire, passé de moins de 1 % du total à plus de 5 %, et le secteur de l'information et de la communication, passé de 2 % à plus de 5 %. En revanche, la part du commerce et de la réparation d'automobiles a reculé de 6 points environ en dix ans, dépassant tout juste 1 % fin 2009 (cf. tableau 2).

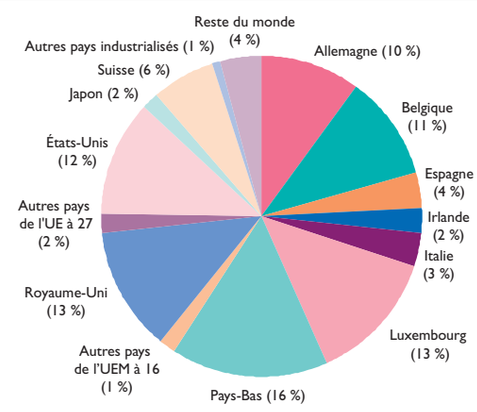
## 2|2 Répartition géographique des stocks d'investissements directs

Bien que le reclassement des prêts intra-groupes selon la règle du principe directionnel étendu fasse baisser la part des investissements avec les principaux pays de transit des capitaux, l'Union européenne restait de loin, dans cette présentation, la zone d'implantation préférée des investisseurs français, comptant pour 61 % du stock total fin 2009. Les autres pays industrialisés accueillaient pour leur part 25 % des investissements français à la même date et le reste du monde 14 %. Les États-Unis étaient sans surprise le premier pays d'accueil avec 17 % du total, devant la Belgique (15 %), choisie par de nombreux groupes français pour y implanter leur quartier général et leur centre de trésorerie européens ou mondiaux, suivie du Royaume-Uni (11 %) et des Pays-Bas (10 %). Notre premier partenaire commercial, l'Allemagne, ne recevait que 6 % des stocks français à l'étranger et l'Italie 4 %. Le premier pays émergent, le Brésil, comptait pour 2 % du stock et la Chine n'occupait qu'une place marginale, avec moins de 1 % du total (cf. graphique 6).

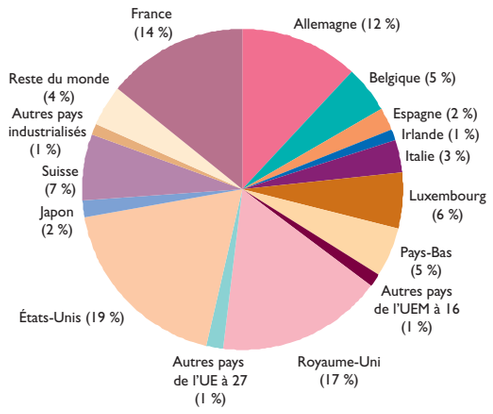
**Graphique 6 Pays de première destination des stocks d'ID français à l'étranger fin 2009**



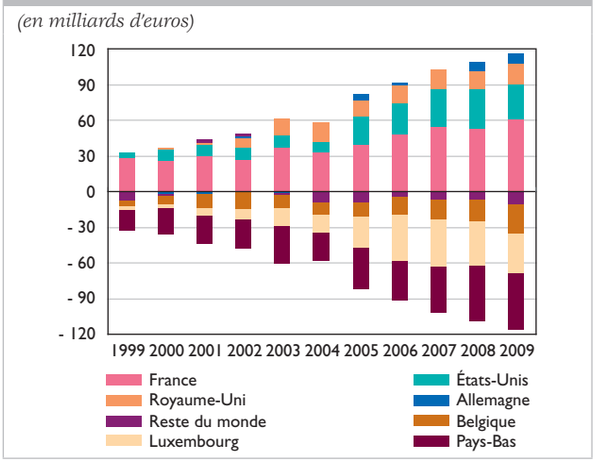

**Graphique 7 Pays de provenance immédiate des stocks d'ID étrangers en France fin 2009**



**Graphique 8 Pays d'origine ultime des stocks d'ID étrangers en France fin 2009**




**Graphique 9 Principaux écarts par pays après identification du pays de l'investisseur ultime**




La distribution des stocks d'ID étrangers en France est encore plus concentrée que celle des stocks d'ID français à l'étranger. Fin 2009, les pays de l'UE représentaient ainsi les trois quarts des investissements, les autres pays industrialisés 21 % et le reste du monde 4 % seulement. Les investissements en provenance de 6 pays, Pays-Bas, Luxembourg, Royaume-Uni, États-Unis, Belgique et Allemagne, contribuaient à hauteur de 75 % au stock total (cf. graphique 7).

Comme cela a déjà été dit pour les flux, la répartition géographique des stocks d'ID en fonction du pays de destination ou de provenance immédiate des investissements ne permet pas de connaître les pays de destination finale ou les pays d'origine ultime et reste donc biaisée par une surreprésentation des *pays-carrefours* à partir desquels les investissements sont redistribués vers d'autres destinations. En allouant l'ensemble des investissements directs, tant les capitaux propres que les prêts, au pays de l'investisseur ultime [8], on corrige le biais, ce qui permet de mettre en évidence que les groupes français détiennent une part significative (60,8 milliards d'euros fin 2009, soit 14 %) des stocks d'ID étrangers en France. La présence de la France parmi les premiers pays d'origine des ID étrangers révèle le caractère encore incomplet de la correction opérée par les nouvelles normes internationales, celles-ci ne s'appliquant qu'aux prêts intra-groupes entre sociétés sœurs. Ainsi, les 60,8 milliards d'investissements attribués fin 2009 aux investisseurs ultimes résidents correspondent aux investissements en capital social que des filiales non résidentes de groupes français ont effectués en France ou aux bénéfices réinvestis par des entités non résidentes de groupes français dans leurs propres filiales résidentes.

Si l'on exclut la France, le pays dont la part relative s'accroît le plus après allocation des stocks en fonction du pays de résidence de l'investisseur ultime est les États-Unis. Alors qu'il n'était que le quatrième pays investisseur en France selon le pays de première contrepartie (derrière les Pays-Bas, le Luxembourg et le Royaume-Uni), il devient le premier pays investisseur d'après la ventilation en fonction de l'investisseur ultime, sa part s'accroissant de 7 points à 19 %. Cela n'est guère surprenant compte tenu du rôle majeur et déjà ancien des groupes multinationaux d'origine américaine dans le monde et de l'ampleur de leur réseau international de filiales qui leur permet d'investir à partir de différentes plates-formes régionales. La Suisse (+ 0,5 point, à 7 %), l'Allemagne (+ 2 points, à 12 %) et le Royaume-Uni (+ 4 points, à 17 %) sont les autres pays dont la part s'accroît. *A contrario*, les Pays-Bas, le Luxembourg et la Belgique voient leur part dans les investissements étrangers en France revenir à un niveau plus compatible avec leur poids économique et celui de leurs groupes internationaux (cf. graphiques 8 et 9).

8 *La définition de l'investisseur ultime est fournie en annexe, à la fin de cet article. Une ventilation géographique en fonction de l'investisseur ultime pourrait également être effectuée pour les flux d'ID étrangers en France, mais celle-ci serait moins significative que pour les stocks et n'est pas demandée par le 6e manuel de balance des paiements du FMI.*

Une analyse sur l'ensemble des années 1999-2009 révèle l'ampleur croissante des capitaux investis en France *via* des pays tiers : leur montant est ainsi passé de 33 milliards fin 1999 à près de 110 milliards fin 2009 (cf. graphique 9), soit de 17 % à plus de 25 % du total des investissements étrangers en France. Sur le début de période, l'identification du pays de résidence de l'investisseur ultime permet essentiellement de mettre en évidence la présence de groupes français, et, dans une moindre mesure, de renforcer le poids des groupes américains parmi les investisseurs en France. Sur les dernières années, on constate également que les groupes britanniques et allemands effectuent une part significative de leurs investissements en France *via* des pays tiers (surtout les Pays-Bas, le Luxembourg et la Belgique). [9]

## 2|3 Les stocks d'investissements directs en valeur de marché

La position nette des investissements directs en valeur de marché à la fin de l'année 2009 est estimée à 407,3 milliards, en hausse de près de 130 milliards par rapport à fin 2008. La contribution à cette hausse se partage à parts égales entre les flux nets sortants d'ID et les effets-prix, c'est-à-dire l'impact de la variation des cours de bourse et des prix de l'immobilier sur la valeur de marché des avoirs et des engagements.

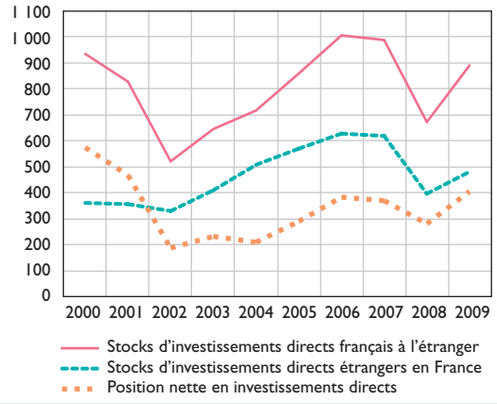
Il faut rappeler toutefois que du fait de l'effondrement des cours boursiers en 2008, la position nette en valeur de marché avait chuté de 92 milliards entre fin 2007 et fin 2008 malgré des flux nets sortants d'ID de 67,5 milliards (cf. graphique 10). En fin d'année 2009, la valeur de marché des stocks d'ID français à l'étranger et étrangers en France a retrouvé un niveau légèrement supérieur à celui de leur valeur comptable, contrairement à la situation qui prévalait fin 2008, tout en restant loin cependant des multiples de valorisation atteints en 2000 et 2001 ou de 2004 à 2007.

# 3| Les revenus d'investissements directs

Les revenus des investissements directs français à l'étranger, en forte progression depuis la fin de la crise « internet » au début des années 2000 – partiellement sous l'effet d'une amélioration de la couverture statistique – ont culminé à plus de 50 milliards en 2006 et 2007, avant de diminuer de 36 % en deux ans. De leur côté, les revenus des ID étrangers en France, également à leur plus haut niveau en 2007, à plus de 25 milliards, ont chuté de 42 % en cumul sur les deux dernières années. Au total, avec un montant de 17,7 milliards en 2009 [10], l'excédent des revenus d'ID s'est contracté de plus de 7 milliards par rapport à celui de 2007 (cf. graphique 11).

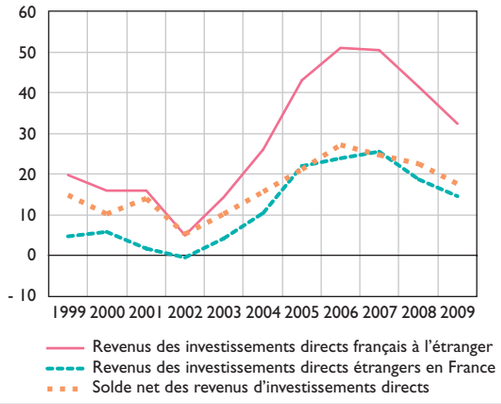
**Graphique 10 Les stocks d'investissements directs en valeur de marché de fin 2000 à fin 2009**

*(en milliards d'euros)*




**Graphique 11 Les revenus d'investissements directs en balance des paiements de 1999 à 2009**

*(en milliards d'euros)*




9 *Il serait évidemment souhaitable de disposer de statistiques symétriques sur les stocks d'ID français à l'étranger en fonction du pays de destination finale. Mais la destination finale des fonds investis à partir de France ne peut pas être établie à partir d'enquêtes auprès des entreprises résidentes ou d'autres sources nationales. Le seul moyen d'avoir de telles informations serait de les obtenir des pays qui sont les destinataires finaux des investissements. Pour des raisons juridiques tenant à la confidentialité des données et vu le niveau de coopération statistique internationale, cela n'est pas possible actuellement.*

10 *Il faut rappeler ici que les revenus d'investissements directs de l'année 2009 ne sont encore qu'estimés et doivent donc être considérés comme provisoires.*

Un travail de consolidation des revenus d'ID, consistant à agréger les revenus de toutes les sociétés appartenant à un même groupe et à reclasser en revenus d'ID français à l'étranger tous les revenus reçus ou versés – y compris les bénéfices réinvestis (cf. annexe méthodologique) – par des groupes dont l'investisseur ultime est résident et en revenus d'ID étrangers en France les revenus versés ou reçus par des groupes dont l'investisseur ultime est non résident, a permis de mettre en évidence la très forte concentration des revenus d'ID français à l'étranger. Ainsi, en 2008, les revenus d'ID des 20 premiers groupes français se sont montés à 32,6 milliards, représentant plus de 87 % des recettes, tandis que les 36 groupes résidents du CAC 40 [11] ont cumulé 33,8 milliards de revenus, soit près de 91 % des recettes nettes (après 89 % des recettes nettes en 2007 et 90 % en 2006 et 2005). On observe également que de 2005 à 2008, les revenus des filiales étrangères des groupes du CAC 40 enregistrés en balance des paiements ont représenté près de 50 % de leurs résultats nets consolidés part du groupe, hors éléments exceptionnels, et même plus de 54 % en 2008.

Pour leur part, les revenus d'ID étrangers en France apparaissent moins concentrés que les revenus d'ID français à l'étranger, les revenus des 20 premiers investisseurs étrangers ne se montant qu'à 7,7 milliards (soit 52 % des dépenses nettes) et ceux des 40 premiers investisseurs étrangers à 10 milliards, représentant à peine plus des deux tiers des dépenses nettes. Il n'y a rien d'étonnant à ce phénomène que l'on observe également pour les flux et les stocks d'ID. Il tient en premier lieu à ce qu'il nous est plus difficile de délimiter les contours des groupes étrangers que ceux des groupes français. Il est dû également à ce que dans le cas des ID français à l'étranger, on mesure la concentration au sein d'un groupe réduit d'investisseurs directs, tandis que dans le cas des ID étrangers en France on mesure la concentration des investissements sur un territoire limité, la France, pour une population mondiale d'investisseurs directs.

*La France est actuellement l'un des rares pays à publier des statistiques d'investissements directs conformes aux futurs standards internationaux. Elles ne peuvent donc être directement comparées à celles de nos partenaires. L'entrée en vigueur de la nouvelle méthodologie préconisée par le FMI et l'OCDE devrait permettre de disposer d'un ensemble de statistiques nationales plus significatives qu'aujourd'hui et faciliter les analyses comparatives.*

*11 Soit la liste des sociétés entrant dans la composition de l'indice CAC 40 au 31 décembre 2008, hormis ArcelorMittal, Dexia, EADS et STMicroelectronics.*

# Annexe

## Les investissements directs : concepts et définitions

### Définition des investissements directs

La Banque de France établit les statistiques d'investissements directs de la France sur la base du cadre conceptuel défini par le FMI pour l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure dans le manuel de la balance des paiements (cinquième édition publiée en 1993 et sixième édition publiée en 2008). Les investissements directs sont des investissements internationaux par lesquels une entité résidant dans une économie acquiert ou détient un intérêt durable dans une entité résidant dans une économie autre que celle de l'investisseur. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise investie (dite « entreprise d'investissement direct ») et l'exercice d'une influence notable du premier sur la gestion de la seconde. L'investissement direct comprend à la fois l'opération initiale entre les deux entités et toutes les opérations financières ultérieures entre elles.

Par convention, un intérêt durable est réputé acquis lorsqu'un investisseur détient au moins 10 % du capital ou des droits de vote en assemblée générale d'actionnaires d'une entreprise résidant dans un pays autre que le sien. Les statistiques d'ID incluent toutes les transactions financières entre les entreprises dites « en relation d'investissement direct ». Celles-ci comprennent non seulement les opérations entre sociétés ayant des liens directs en capital (supérieurs à 10 %), mais aussi les transactions entre sociétés reliées de façon indirecte. Ainsi, une transaction financière entre une société et la filiale (à plus de 10 %) de sa filiale (elle-même à plus de 50 %) fait partie des ID, même s'il n'existe aucun lien direct en capital entre elles. De même, toutes les transactions financières entre sociétés sœurs (c'est-à-dire détenues à plus de 10 %, y compris de façon indirecte, par un même investisseur ultime, mais sans lien direct en capital social entre elles) sont à enregistrer en ID.

Les investissements directs ne sont donc pas uniquement constitués d'achats d'actions et de titres de participation. Ils comprennent aussi les investissements immobiliers, les bénéfices réinvestis (partie non distribuée sous forme de dividendes du résultat courant des sociétés investies revenant aux investisseurs directs) et l'ensemble des prêts, emprunts et dépôts entre des entreprises résidentes et leurs affiliés non résidents (maisons mères et filiales directes et indirectes, sociétés sœurs). [1]

### Ventilations géographiques

Selon la méthodologie de balance des paiements du FMI, les ventilations géographiques sont effectuées en fonction du pays de première contrepartie, c'est-à-dire que le pays considéré comme destinataire de l'investissement n'est pas le récipiendaire ultime des fonds investis mais celui qui les reçoit à leur sortie de France. Ainsi, un investissement français en Chine *via* une filiale néerlandaise est considéré comme un ID français aux Pays-Bas. Cette règle s'applique aux flux et aux stocks d'ID établis selon la méthode traditionnelle comme à ceux établis suivant la règle du principe directionnel étendu présentés dans cet article. Dans le cas des stocks d'ID étrangers en France, toutefois, il est possible d'établir à titre complémentaire une répartition

1 *Pour des précisions complémentaires sur la notion de résidence, les liens entre ID et investissements au sens de la comptabilité nationale, les populations d'entreprises d'investissement direct et les modalités de recensement des données, cf. Nivat et Terrien (2009)*

entièrement fondée sur le critère de l'investisseur ultime, qui alloue au pays de résidence de la tête de groupe non seulement les stocks de prêts et flux de trésorerie entre filiales françaises et étrangères du même groupe, mais aussi les stocks de capitaux propres de ses filiales résidentes. L'investisseur ultime est défini comme l'entité qui est à l'origine de la chaîne de liens financiers (supérieurs à 50 %) constitutive d'un groupe. On identifie les investisseurs ultimes (ou têtes de groupe) pour avoir une meilleure connaissance de ceux qui détiennent et contrôlent en dernier ressort les entreprises résidentes impliquées dans des relations d'investissement direct.

### Ventilation sectorielle

La ventilation sectorielle est réalisée par référence aux activités attribuées aux entreprises résidentes, identifiées par leur numéro SIREN, dans le registre du commerce tenu par l'INSEE. Pour les ID français à l'étranger, la ventilation est effectuée en fonction de l'activité des investisseurs directs résidents et pour les ID étrangers en France, elle est élaborée sur la base de l'activité des sociétés investies par les non-résidents. Les flux et les stocks d'ID de l'année 2009 ont été établis pour la première fois en fonction d'une nouvelle nomenclature d'activités, la NAF rév. 2 (ou NAF 2008), entrée en vigueur le 1er janvier 2008. Les données des années antérieures, originellement publiées en NAF rév. 1, ont été reclassées aux fins de comparaison. Pour accroître la signification de la ventilation sectorielle, les sociétés holdings sont reclassées selon le secteur économique de leur tête de groupe lorsque celle-ci est cotée. De façon à pouvoir disposer d'une structure sectorielle proche de celle des indices boursiers, c'est l'ICB (*Industry Classification Benchmark*) qui a été choisi comme système de référence pour le reclassement des sociétés holdings investisseuses [2].

### Modes de valorisation des stocks d'investissements directs

Sauf indication contraire, les stocks d'ID présentés dans cet article sont exprimés en valeur comptable, les données sur les capitaux propres des entreprises investies provenant de leur bilan comptable. Il est également fait référence aux stocks d'ID en valeur de marché, mais seulement pour leur montant global, sans ventilation géographique ni sectorielle. Pour les sociétés non cotées, la valeur de marché des capitaux propres est estimée à partir de la méthode dite « des ratios de capitalisation », qui consiste à calculer des ratios médians à partir du rapport capitalisation boursière/capitaux propres consolidés pour des populations d'entreprises cotées et à les appliquer, sous certaines conditions, aux stocks de capitaux propres en valeur comptable. [3]

### Revenus d'investissements directs

Les investissements directs donnent lieu à la perception par les investisseurs directs de revenus qui sont constitués des résultats opérationnels courants (soit hors éléments exceptionnels tels que gains et pertes de change, plus ou moins-values de cessions etc.) des sociétés investies. Ces revenus se décomposent en deux parties : une partie distribuée aux investisseurs directs – les dividendes – et une partie maintenue, sous forme de réserves, dans les entreprises investies, qui augmente, lorsqu'elle est positive, le montant du capital détenu par les investisseurs – les bénéfices réinvestis. Les bénéfices réinvestis sont également enregistrés, avec un signe opposé, au sein des flux d'investissements directs. Les revenus d'investissements directs sont un élément du compte de transactions courantes de la balance des paiements et ils contribuent, en comptabilité nationale, à la détermination du Revenu national brut (RNB). La consolidation des revenus d'ID évoquée dans la troisième partie de l'article s'appuie sur les versions annuelles successives du fichier LiFi sur les liaisons financières des entreprises qui nous ont été communiquées par l'INSEE.

2 *L'ICB est un système de classification sectorielle créé conjointement par les groupes Dow Jones et FTSE. Ce référentiel est utilisé pour définir le secteur économique d'appartenance des sociétés cotées sur plusieurs Bourses de valeurs représentant environ 65% de la capitalisation boursière mondiale, parmi lesquelles Paris et New York (Euronext-NYSE), ainsi que Londres. Le référentiel est à la base des indices sectoriels proposés par la plupart des grandes places boursières dans le monde.*

3 *Pour des précisions sur la méthode employée, cf. Nivat et Topiol (2010)*

### Les principaux changements apportés aux statistiques d'investissements directs par la mise en œuvre de la nouvelle méthodologie OCDE-FMI

Dans les statistiques « officielles » de la plupart des pays, dont la France, les prêts intra-groupes entre sociétés-sœurs (c'est-à-dire sans lien direct en capital social entre elles ou avec une participation de l'une au capital social de l'autre inférieure à 10 %) sont enregistrés selon le principe créances/engagements : les prêts des sociétés résidentes à des sœurs non résidentes sont inclus dans les ID français à l'étranger tandis que les prêts de sociétés non résidentes à des sœurs françaises sont compris dans les ID étrangers en France. Cette règle qui ne soulevait pas de problème particulier lorsqu'ont été définies les méthodes actuelles de compilation et d'enregistrement des flux de balance des paiements et des stocks de la position extérieure, a aujourd'hui pour conséquence de gonfler les investissements directs en raison de la création et de l'expansion des entités à vocation spéciale (EVS ou SPEs, *Special Purpose Entities*, selon leur acronyme anglais). En effet, certaines de ces structures, créées par les groupes internationaux, ont pour fonction d'apporter les financements nécessaires aux autres sociétés membres du groupe, en émettant des titres sur les marchés internationaux ou en contractant des emprunts auprès du système bancaire. Ces structures sont généralement implantées dans des pays différents de ceux dans lesquels s'effectuent réellement les investissements finaux. Dans ce cas, les fonds passent des pays où ils sont collectés vers les pays où ils sont utilisés, en transitant éventuellement par le pays d'origine du groupe ou par des pays tiers. Chaque transfert de fonds correspond à un prêt intra-groupe enregistré en investissements directs. Les EVS peuvent être également chargées de centraliser les fonds disponibles au sein du groupe : elles reçoivent alors les fonds de sociétés ayant des excédents de trésorerie pour les répartir entre celles qui ont des besoins de financement. Toutes ces opérations donnent lieu à autant de transactions d'investissements directs.

Les EVS affectent en outre les investissements directs *via* le règlement des opérations, par exemple lorsqu'une acquisition effectuée entre deux pays donnés est à l'origine de règlements réalisés par et/ou au profit de centres de trésorerie implantés dans des pays tiers. Cette déconnexion entre transactions réelles et flux de règlements est d'autant plus importante que le degré d'intégration économique et financière à l'échelle régionale est élevé. Elle est donc très marquée en Europe. Au total, les EVS, en contribuant à une multiplication des financements croisés entre sociétés d'un même groupe implantées dans plusieurs pays, gonflent artificiellement les flux et les stocks d'ID.

L'OCDE et le FMI, ont défini une nouvelle méthode, dite du « principe directionnel étendu », exposée respectivement dans la Définition de référence des investissements directs, 4e édition (2008) et dans le *Manuel de la balance des paiements*, 6e édition (2008), destinée à réduire la surestimation des ID. Selon cette méthode, les prêts et emprunts intra-groupes entre sociétés sœurs doivent être reclassés en fonction de la résidence de la tête de groupe [4]. Lorsque la tête de groupe est une société française, tous les prêts intra-groupes, quel que soit leur sens, sont à considérer comme des ID français à l'étranger, positifs ou négatifs selon qu'il s'agit de créances ou d'engagements ; lorsque l'investisseur ultime est une société étrangère, les prêts sont à enregistrer en ID étrangers en France, avec un signe différent pour les créances et les engagements. Toutes les séries de données sur les flux et les stocks d'ID présentées dans cet article ont été établies conformément à cette nouvelle méthode.

4 *La méthode du principe directionnel a été recommandée pour les prêts intra-groupes entre mères et filles dès la cinquième édition du Manuel de balance des paiements du FMI (1993).*

# Bibliographie

**Banque centrale européenne (2007)**
*"European Union balance of payments and international investment position statistical methods"*, mai, *http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_052007en.pdf?a6337969e1a9ce267f8a9d6522badce8*

**Banque de France (2010)**
« Rapport de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2009 », juin, *http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie_balance/rap_2009/rap-2009.pdf*

**CNUCED (2010)**
*"World Investment Report 2010, Investing in a low-carbon economy"*, juillet, *http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf*

**FMI (1993 et 2008)**
« Manuels de la balance des paiements », 5e et 6e éditions, *https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf*

**Nivat (D.) et Topiol (A.) (2010)**
« Évaluation des stocks d'investissements directs en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 179, 1er trimestre, *http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu179_5.pdf*

**Nivat (D.) et Terrien (B.) (2009)**
« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3e trimestre, *http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_4.pdf*

**OCDE (2008)**
« Définition de référence des investissements directs », 4e édition, avril, *http://www.oecd.org/dataoecd/39/45/40632182.pdf*

**Terrien (B.) (2009)**
« Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3e trimestre, *http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_5.pdf*

# Séminaire monétaire international : Infrastructures de marché et stabilité financière (*)

**Frédéric HERVO**
*Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché*

*Les deux ateliers du séminaire monétaire international, organisé du 31 mai au 4 juin 2010 par l'Institut bancaire et financier international de la Banque de France, l'un sur le rôle des infrastructures pour des marchés dérivés efficaces et sûrs, l'autre sur les moyens d'améliorer la résilience des chambres de compensation par contrepartie centrale, ont nourri des débats de très grande qualité sur les leçons de la crise.*

*Les participants ont développé des analyses sur les problèmes de fonctionnement et d'utilisation des produits dérivés de gré à gré. La mise en place d'infrastructures de marché résilientes est apparue comme une réponse importante pour assurer un bon niveau de transparence et améliorer la solidité des marchés dérivés de gré à gré. Ce rôle croissant des infrastructures et au premier chef des chambres de compensation appelle à rehausser en conséquence le niveau d'exigence applicable à leur gestion des risques, afin qu'elles soient en mesure de résister à un choc d'ampleur systémique.*

Mots-clés : Stabilité financière, produits dérivés, marchés financiers de gré à gré, infrastructures de marché, chambres de compensation, risque systémique, monnaie de banque centrale

Code JEL : G18

*(*) Cet article reflète les opinions exprimées par les participants au séminaire et n'engage pas la responsabilité de la Banque de France.*

# 1| Le développement des infrastructures de marché contribue à renforcer la solidité des marchés dérivés de gré à gré

## 1|1 Les problèmes de fonctionnement des marchés dérivés de gré à gré pendant la crise

**Les leçons de la crise conduisent naturellement à s'interroger sur les problèmes de fonctionnement et d'utilisation des produits dérivés de gré à gré.** Les produits dérivés constituent une classe d'actifs à la fois vaste et hétérogène. Ces produits permettent de transférer le risque lié à un actif sous-jacent d'un agent économique à un autre. Ils peuvent recouvrir des formes simples, connues (*forwards*, *swaps*, options), mais également servir de base à des stratégies plus complexes, impliquant des contrats exotiques ou la combinaison de produits basiques.

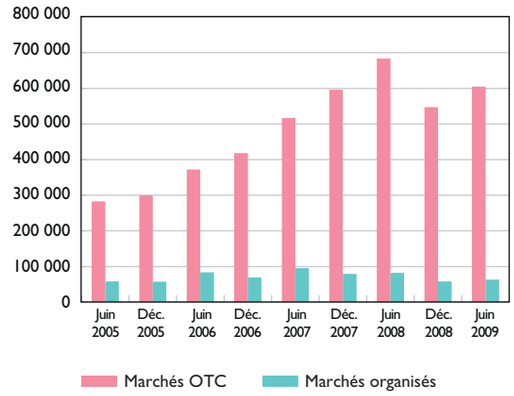
L'objectif initial des produits dérivés est de permettre la mise en place de stratégies de couverture par les participants de marché. Cette activité apparaît comme la face « noble » de ces marchés, par opposition aux activités dites spéculatives, chargées d'un lourd *stigma*. Cependant, la spéculation contribue également à l'efficience du marché, en assurant la liquidité et en participant au processus de découverte des prix.

La complexité des produits dérivés est en soi une source de risque. En effet, la crise a montré que nombre d'investisseurs se sont orientés vers des produits dont ils ne maîtrisaient pas suffisamment le fonctionnement et n'étaient donc pas à même d'en apprécier les risques. Le développement exponentiel de la finance structurée, en particulier celui des *Collateralised Debt Obligations* (CDO), produits intégrant des dérivés de crédit, en est un exemple symptomatique.

Par ailleurs, la grande majorité des transactions sur les produits dérivés s'effectuent de gré à gré, en dehors d'infrastructures. De ce fait, le degré de transparence sur ces marchés est extrêmement faible. L'information à disposition des superviseurs est réduite et l'appréciation du risque, potentiellement systémique, lié à l'utilisation de ces produits, extrêmement délicate. En outre, la gestion des risques est effectuée de manière bilatérale par les participants de marché,

**Graphique 1 Évolution comparée des montants notionnels sur les produits dérivés négociés sur des marchés organisés et de gré à gré**

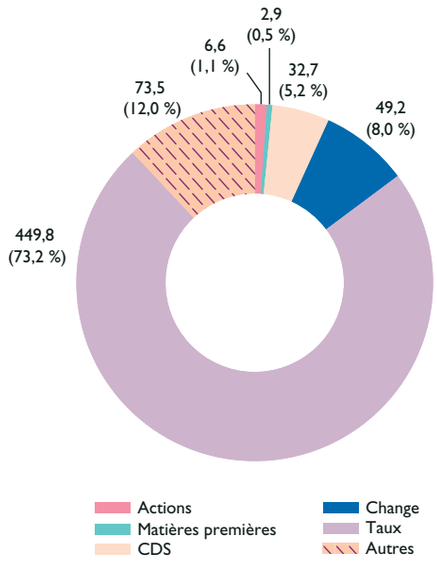
*(en milliards de dollars US)*




*Source : BRI*

**Graphique 2 Répartition des produits dérivés de gré à gré par principales classes d'actifs en 2009**

*(en montant notionnel)*




*Source : BRI*

ce qui soulève la question de sa robustesse. La crise a modifié en profondeur la perception des produits dérivés par les participants de marché comme par les régulateurs.

Le fait que le marché des dérivés de crédit ait été l'un des premiers à être touché par la crise en a fait la cible

logique des projets de réforme mais les ateliers ont clairement démontré que ces instruments ne sont pas les seuls produits dérivés à avoir été une source majeure d'instabilité lors de la crise. Bien qu'ayant contribué à donner à la crise une ampleur globale, ils ne sont que peu présents (voire inexistants) dans de nombreuses économies. Ces dernières ont malgré tout été confrontées à de fortes difficultés induites par l'utilisation des produits dérivés, en particulier des dérivés de change. En effet, les acteurs bancaires étrangers dans les pays émergents ont parfois encouragé les entreprises locales à recourir à des stratégies risquées, reposant sur la combinaison de l'utilisation de dérivés de change. Certaines entreprises ont ainsi accumulé des expositions directionnelles systémiques, dans l'opacité la plus totale pour le régulateur local, qui ont eu une influence directe sur l'évolution du taux de change des pays concernés (Mexique et Pologne par exemple). Cette absence de transparence s'explique souvent par une ségrégation des activités, les portefeuilles de produits dérivés étant détenus par la maison mère, située généralement dans un pays tiers, sur laquelle le superviseur local n'a ni pouvoir ni information.

## 1|2 Les bénéfices de l'utilisation d'infrastructures pour améliorer la solidité des marchés dérivés de gré à gré

**La mise en place d'infrastructures de marché résilientes apparaît comme une réponse importante pour assurer un bon niveau de transparence et améliorer la solidité des marchés dérivés de gré à gré.**

Une première piste consiste à rendre obligatoire le recours à des registres centraux de données, pour enregistrer l'ensemble des transactions et les positions sur produits dérivés de gré à gré. L'obligation de *reporting*, y compris pour les entités non bancaires, et l'accès des superviseurs à cette information amélioreraient la transparence et faciliteraient une meilleure surveillance des activités de ces marchés par un accès rapide à une information centralisée et fiable.

Une question importante concerne l'impact de cette obligation de *reporting* sur le fonctionnement du marché et sa liquidité. La mise en place du dispositif TRACE aux États-Unis depuis 2002 sur le marché des obligations des entreprises constitue une bonne illustration des améliorations concrètes qu'a pu apporter au marché la transparence post-négociation. Ce dispositif rend obligatoire un *reporting* des principales caractéristiques des transactions (prix, montant notionnel, sens) dans un délai de 15 minutes après la conclusion de la transaction. Plusieurs études académiques conduites par des chercheurs américains [1] sur l'impact de TRACE montrent qu'il a conduit à une réduction des coûts de transactions pour les clients, particulièrement les plus petits, ainsi qu'à une moindre dispersion des prix et une baisse de la concentration du marché entre les principaux *dealers*.

Le recours aux chambres de compensation constitue une deuxième réponse. Elles sont susceptibles d'apporter des bénéfices substantiels dans la maîtrise des risques engendrés par le fonctionnement des marchés dérivés. Elles permettent en effet une maîtrise accrue du risque de contrepartie en permettant une forte diminution du coût de remplacement en cas de défaillance de l'un de leurs membres. Elles constituent également une réponse au risque du « *too interconnected to fail* » (trop interconnecté pour faire défaillance), le caractère central apportant une forte rationalisation des réseaux d'expositions multiples entre les intervenants de marché.

Le passage à la négociation centralisée des dérivés de gré à gré, sur des plates-formes électroniques voire des marchés réglementés est également envisagé. L'opposition des intermédiaires (*dealers*) est manifeste sur ce point, car la transparence pré-négociation aurait un double impact sur leur profitabilité, à la fois en termes de réduction des prix et de révélation potentielle de leurs stratégies au marché. Néanmoins pour les utilisateurs, la transparence pré-négociation induite par le passage à la négociation centralisée favorise la concurrence entre teneurs de marché et conduit à accroître la liquidité fournie au marché, à un meilleur prix. Elle améliore également la confiance et attire ainsi de nouveaux entrants, ce qui nourrit le volume de transactions, renforce la liquidité et conduit à une moindre volatilité des prix pour autant que des phénomènes de mimétisme ne se développent pas. Les expériences passées, par exemple le développement d'une plate-forme de négociation électronique sur le marché des changes au comptant aux États-Unis,

1 *Edwards, Harris, Piwowar, 2007 ; Goldstein, Hotchkiss, Sirri, 2007 ; Bessembinder et Maxwell, 2008*

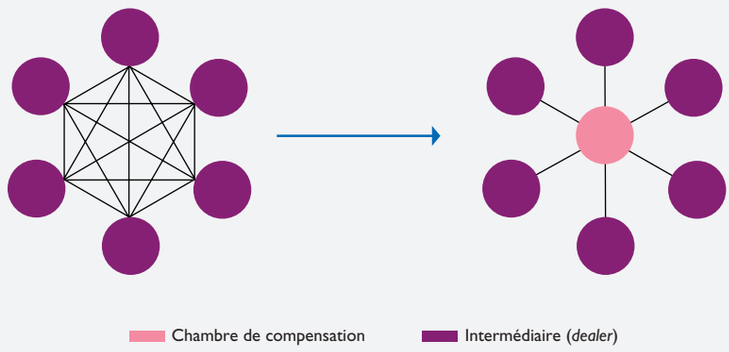
ENCADRÉ 1

## La compensation par contrepartie centrale

*La compensation par contrepartie centrale est un dispositif essentiel de gestion des risques de contrepartie et de marché. La compensation multilatérale permet une diminution du niveau global des risques lié à l'ensemble des positions sur le marché en effectuant le calcul des positions nettes portant sur des contrats fongibles. Agissant également en tant que contrepartie centrale, la chambre de compensation devient acheteur pour tous les vendeurs et vendeur pour tous les acheteurs et garantit ainsi la bonne fin de l'exécution des transactions de ses membres. Son action s'avère déterminante en cas de défaillance de l'un de ses membres, dans la mesure où elle se substitue au défaillant pour assurer le respect de ses obligations vis-à-vis des contreparties concernées.*

*C'est pourquoi les autorités publiques, notamment dans le cadre du G20 (sommets de Londres en avril et de Pittsburg en septembre 2009), ont été amenées à recommander la compensation par contrepartie centrale de tous les contrats dérivés de gré à gré standardisés d'ici la fin de l'année 2012.*

### Gestion des risques bilatérale et avec interposition d'une chambre de compensation




*La mise en place d'une chambre de compensation entraîne une généralisation des pratiques de remise de garanties financières (« collatéralisation ») sur les positions qu'elle couvre. Une des conditions essentielles du bon fonctionnement de la chambre de compensation est en effet de bénéficier de garanties suffisantes dont le montant est adapté de manière fréquente pour prendre en compte l'évolution de son exposition vis-à-vis de ses membres. À cette fin, la chambre de compensation effectue en pratique des appels de marges au moins une fois par jour, souvent complétés par des appels de marges intra-journaliers déclenchés en cas de détérioration de son exposition vis-à-vis de l'un de ses membres. En cas d'insuffisance des marges individuelles déposées par le membre défaillant et uniquement utilisables pour faire face à sa défaillance, la chambre de compensation peut faire appel à des ressources supplémentaires, notamment sous la forme de fonds de compensation mutualisés entre les membres de la chambre et calibrés pour répondre à une probabilité de défaut en situation de marché extrême mais plausible.*

illustrent ces bénéfices pour les utilisateurs. La rentabilité de l'activité des intermédiaires en revanche, sur le marché au comptant, a été largement affectée. La réduction des risques ne se fait pas sans coût ; la question est de savoir qui supporte ce coût au final. La crise a montré que ce coût était socialisé et qu'il convenait de mieux le faire supporter par les acteurs qui en étaient à la source.

Toutefois un équilibre reste à trouver. Il existe un degré optimal de liquidité et celui-ci n'est pas infini. Par ailleurs, si les deux exemples américains illustrent les bénéfices d'une transparence accrue pour les participants de marché, celle-ci a été introduite de façon progressive, en élargissant le champ de l'information disponible, afin de favoriser une adaptation des comportements de marché.

## 1|3 Les conditions et les limites de l'utilisation d'infrastructures

**Une question déterminante concerne le périmètre du recours à des infrastructures de marché, du point de vue tant des produits que des acteurs.** L'enregistrement des transactions *via* un registre central de données peut s'appliquer à la quasi-totalité des produits dérivés de gré à gré. Il n'en est pas de même pour la compensation de ces instruments *via* une chambre de compensation. L'élément déterminant est l'arbitrage entre la généralisation de produits standardisés et l'utilisation d'instruments sur mesure. En effet, pour remplir correctement son rôle, une chambre de compensation doit assurer la compensation d'un nombre suffisant de contrats, ayant des caractéristiques assurant leur fongibilité, et disposer ainsi d'une liquidité satisfaisante de l'actif concerné. Ceci revient donc à encourager la standardisation des contrats. Dans le cas des CDS (*Credit Default Swaps*, Contrats d'échange sur les risques de défaillance), la compensation des contrats sur indices, produits standardisés, a ainsi pu être mise en place de manière relativement aisée [2]. Au contraire, la compensation des contrats sur référence unique est plus complexe, ces produits présentant des caractéristiques spécifiques et la liquidité des CDS sur une entité de référence donnée étant trop faible pour une part importante du marché.

Par ailleurs, les marchés dérivés sont par nature fortement innovants, ce qui contribue à les rendre attrayants pour les investisseurs. Une trop forte standardisation des contrats, imposée par la généralisation de la compensation par contrepartie centrale, pourrait diminuer cette attractivité ou encourager la création de produits contournant l'obligation de compenser les transactions sur une chambre de compensation. Dans le deuxième cas de figure, les bénéfices apportés par la chambre de compensation en termes de maîtrise des risques et d'amélioration de la transparence seraient amoindris par les comportements des participants de marché.

Il apparaît donc difficile d'imposer une compensation de l'ensemble des dérivés gré à gré sans porter atteinte à leur utilité économique ou prendre le risque de voir les agents mettre en place des stratégies visant à contourner cette interdiction. Les participants de marché doivent conserver la possibilité de recourir à des produits sur mesure. Malgré tout, de tels contrats, très peu liquides par construction, doivent être mis en place dans un cadre d'une gestion des risques adéquate, et faire l'objet de charges prudentielles en capital, qui devraient en renchérir le coût.

Concernant le périmètre des acteurs concernés par le champ de la compensation par contrepartie centrale, la question du traitement des entreprises non financières dans le cadre des propositions de réformes actuellement envisagées est l'un des sujets les plus controversés. Certaines entreprises n'ont en effet pas les capacités opérationnelles pour gérer des appels de marges à fréquence quotidienne et ne possèdent pas la liquidité suffisante pour les honorer. Ces besoins accrus de liquidité pourraient induire une immobilisation des ressources au détriment de leur activité industrielle et commerciale et une diminution de l'investissement productif. Ils pourraient également avoir un effet dissuasif sur la couverture des risques. Enfin s'ils étaient satisfaits *via* l'octroi de lignes de crédit supplémentaires cela reviendrait simplement à remplacer une exposition au risque de contrepartie par une autre : celle d'un produit dérivé par celle d'un crédit. La légitimité même d'un tel processus, lié aux fluctuations des prix de marché, est également remise en cause au motif que l'utilisation faite par les entreprises des dérivés de gré à gré vise à couvrir un risque économique réel, qui les conduit donc à garder le contrat jusqu'à maturité.

Néanmoins, la famille des entreprises non financières rassemble un ensemble d'intervenants très différents, dont la capacité d'intervention sur les marché varie, et dont il est en pratique extrêmement délicat pour certains de distinguer entre leur activité de couverture et de spéculation. Par ailleurs certaines entreprises agricoles américaines ou de grands producteurs d'électricité se couvrent sur les marchés à terme organisés (par exemple, le Chicago Mercantile Exchange — CME ou Powernext), donc en utilisant des produits standardisés pour lesquels ils sont soumis à appel de marge.

Si l'approche de la compensation par contrepartie centrale obligatoire n'est certainement pas appropriée de manière générale pour les entreprises non financières, la question d'une approche alternative

2 *Plusieurs chambres de compensation ont ouvert des services de compensation de CDS par contrepartie centrale, en particulier ICE Trust (basée à New-York) pour les contrats CDX, ICEClear Europe (basée à Londres) et LCH.Clearnet SA (basée à Paris) pour les contrats sur indice iTraxx.*

et d'un équilibre à trouver reste posée, la crise ayant démontré le potentiel impact de ces acteurs pour la stabilité financière.

**Une autre question ouverte sur l'utilisation accrue des chambres de compensation concerne les conséquences sur les garanties financières, le collatéral.** Pour assurer une gestion des risques robuste, une chambre de compensation est amenée à exiger du collatéral de la part des entités compensant des produits sur la base d'appels de marges quotidiens ou intra-journaliers. Les principaux acteurs financiers disposent de structures permettant de répondre à la fréquence élevée de ces appels de marge. Cependant, dans le cas d'acteurs de plus petite taille, comme des banques de taille modeste ou des entreprises non financières, l'argument de l'inadéquation entre le fonctionnement des chambres de compensation et leur faible capacité à déposer rapidement du collatéral additionnel est régulièrement mis en avant.

Par ailleurs, la consommation de collatéral par les chambres de compensation peut avoir un impact indirect sur d'autres catégories d'actifs. En effet, le collatéral apporté aux chambres de compensation peut prendre la forme d'espèces mais également de titres réputés peu risqués, comme des titres de dette publique de pays bien notés. En cas de fortes tensions, imposant des appels de marge sur un nombre significatif de participants à la chambre de compensation, les mouvements d'achats de titres visant à répondre à ces appels de marge peuvent contribuer à perturber le prix de ces actifs.

**Enfin, la mise en place de contreparties centrales n'est pas la seule réponse possible aux difficultés observées au cours de la crise.** Il apparaît au contraire essentiel de disposer d'infrastructures flexibles et adaptées à chaque type de produits ou de marchés. Le développement des outils de confirmation d'ordres ainsi que des dispositifs de compression des transactions ont ainsi permis de maîtriser une part des risques soulevés par les produits de gré à gré. L'expérience des différents pays participant au séminaire a également démontré que des solutions *ad hoc*, comme le développement de fonds de garantie sans contrepartie centrale, peuvent être suffisantes pour maîtriser les risques de certains marchés au comptant présentant un volume de transactions limité.

Il apparaît que si l'utilisation d'infrastructures centralisées, et au premier chef des chambres de compensation, est amenée à jouer un rôle croissant pour maîtriser les risques associés aux produits dérivés de gré à gré, le niveau d'exigence applicable aux chambres de compensation doit être rehaussé en conséquence.

# 2| Le renforcement de la résilience des chambres de compensation

## 2|1 La définition d'une structure de marché optimale

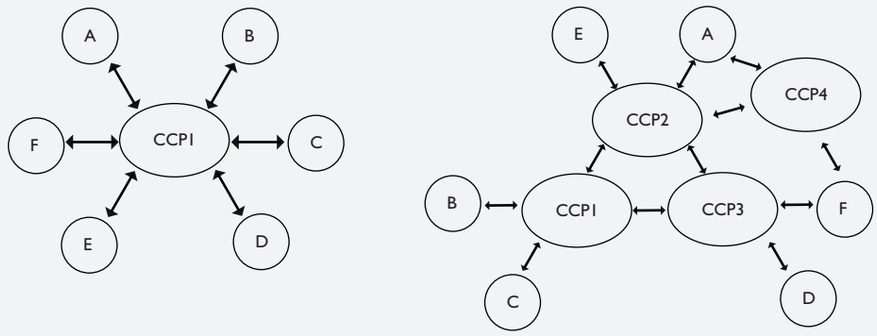
**La forte pression réglementaire à la suite de la crise pour le développement de chambres de compensation sur les dérivés de crédit a ouvert un champ nouveau à la réflexion sur la structure de l'industrie et d'abord sur le nombre optimal de chambres de compensation pour une classe d'actifs donnée.** Dans le cadre de ce débat, une première école de pensée, à l'instar de Duffie et Zhu [3], a insisté sur l'opportunité de favoriser l'émergence d'une chambre de compensation mondiale unique par classe d'actifs, voire multi-produits, qui permettrait, en théorie, de maximiser l'effet de compensation et la réduction des expositions. Cette structure de marché est cohérente avec la capacité des infrastructures de réaliser des économies d'échelle importantes, compte tenu de leurs coûts fixes élevés. À l'inverse, d'autres ont mis en avant les bénéfices d'une solution reposant sur une pluralité de chambres de compensation qui permet de limiter les risques de concentration et d'aléa moral importants associés à une éventuelle infrastructure mondiale unique. Une pluralité d'infrastructures pallie aussi les effets négatifs, sur le plan concurrentiel, de l'existence d'un monopole, même si une concurrence trop forte peut également engendrer une fragmentation inefficiente des infrastructures.

Le développement de l'interopérabilité entre chambres de compensation, qui a été fortement débattu notamment en Europe, dans le sillage de la publication sous l'égide de la Commission européenne du Code de conduite sur la compensation et le

3 *Duffie et Zhu (2009) : « does a central clearing counterparty reduce counterparty risk ? », Rock center for corporate governance Working Paper N° 46*

**ENCADRÉ 2**

### *Illustration de la complexité de l'interopérabilité entre chambres de compensation*




CCP : Chambre de compensation contrepartie centrale A, B, C... : participants

règlement-livraison [4], est parfois présenté comme une voie à même de limiter les inconvénients de la fragmentation des chambres de compensation, sans pour autant s'engager sur la voie d'une chambre unique mondiale. Néanmoins, l'analyse détaillée des risques impliqués par ce type d'organisation qui a été menée au cours des ateliers montre qu'il convient de l'aborder avec une extrême prudence. Tout d'abord, l'interopérabilité semble contre-intuitive à l'essence même du rôle des chambres de compensation qui est de simplifier les réseaux de relations entre intervenants de marché. Elle tend au contraire à réintroduire de la complexité, en créant de nouvelles interdépendances entre les chambres de compensation.

Les risques engendrés par ces interdépendances sont en outre particulièrement difficiles à gérer. L'interopérabilité implique en effet de maîtriser le risque systémique qui serait déclenché par une défaillance de la chambre de compensation avec laquelle le lien est établi. La définition des ressources supplémentaires destinées à couvrir ce risque exige donc la prise en compte d'hypothèses d'instabilité des positions inter-chambres de compensation beaucoup plus fortes et plus difficilement modélisables que celles des participants individuels à une chambre de compensation.

La question du nombre optimal de chambres de compensation pour les dérivés de gré à gré doit également intégrer les enjeux de l'accès des participants de marché de pays ne disposant pas d'une infrastructure domestique, à une chambre de compensation d'un pays tiers. Les chambres de compensation de portée mondiale traitant des dérivés de gré à gré posent en effet des conditions d'admission très élevées en termes de surface financière et de notation qui sont très difficiles à remplir par les banques de petits pays.

Une des alternatives s'offrant à elles, consistant à accéder indirectement à ces chambres de compensation par l'intermédiaire d'un membre compensateur, comporte toutefois certaines limites. Ainsi que la défaillance de Lehman Brothers l'a montré, les clients d'un membre compensateur défaillant courent un risque de contrepartie. La mise en place d'une ségrégation individualisée des positions et du collatéral du client au niveau de la chambre de compensation peut améliorer la

4 *http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/index_fr.htm*

maitrise de ces risques, en favorisant la portabilité des positions des clients en cas de défaut du participant compensateur. Cette sécurité accrue pour le client engendre cependant des coûts susceptibles de mettre en question l'opportunité économique de la fourniture de ce type de services d'intermédiation.

L'application d'exigences de localisation impliquant l'établissement d'une chambre de compensation locale à l'instar de la politique suivie par l'Eurosystème est une option intéressante (cf. encadré 3).

L'établissement d'une chambre de compensation locale n'est cependant pas nécessairement viable pour les pays dont les banques locales n'ont pas la capacité d'apporter une masse critique suffisante d'opérations permettant d'amortir le coût de développement de ce type d'infrastructures. C'est la raison pour laquelle des voies innovantes sont actuellement explorées, en Asie notamment, impliquant la coopération entre une chambre de compensation établie localement et une chambre de compensation à vocation mondiale. Ce modèle ne repose pas sur un lien d'interopérabilité classique entre chambres de compensation mais sur une relation spécifique, où la chambre de compensation locale sert de point d'entrée dans la chambre mondiale, pour les participants locaux.

## 2|2 L'adéquation du cadre de gestion des risques

**Une deuxième question essentielle pour les chambres de compensation concerne l'adéquation de leur dispositif de gestion des risques.**

*ENCADRÉ 3*

### *La politique de l'Eurosystème relative à l'implantation dans la zone euro des infrastructures réglant des opérations en euro*

*L'intérêt de l'Eurosystème pour les systèmes de paiement et les systèmes de compensation de titres est fondé sur l'impact potentiel d'un dysfonctionnement de ces systèmes sur :*
*– la maîtrise par l'Eurosystème de sa monnaie,*
*– l'efficacité de la mise en œuvre de la politique monétaire,*
*– l'efficience des systèmes de paiement,*
*– la stabilité du système financier dans la zone euro.*

*L'Eurosystème a en conséquence défini des principes politiques généraux destinés à guider la mise en œuvre par le marché des réponses les mieux adaptées à un bon fonctionnement des systèmes.*
*L'Eurosystème a été en particulier conduit dès 1998 à affirmer un principe d'implantation dans la zone euro des systèmes d'échange traitant l'euro. Ce principe a par la suite été décliné et précisé principalement dans différentes déclarations publiques (*policy statements*), notamment pour ce qui concerne les chambres de compensation d'instruments financiers :*
*« La politique de l'Eurosystème relative à la consolidation dans le secteur de la compensation par contrepartie centrale » (27 septembre 2001) [1]. Ce document établit le principe de l'implantation dans la zone euro des systèmes de compensation d'instruments financiers libellés en euros. Il rappelle le lien naturel qui existe entre « zone monétaire » et infrastructures de marché « domestiques », c'est-à-dire traitant principalement des actifs libellés dans la devise domestique, en raison notamment des risques d'illiquidité encourus par ces infrastructures du fait de leurs activités.*

*Concernant la compensation des dérivés de gré à gré, les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE du 18 décembre 2008 ont confirmé la nécessité d'établir au moins une infrastructure européenne de compensation avec contrepartie centrale pour les dérivés de crédit et, compte tenu de l'importance systémique potentielle des systèmes de compensation et de règlement de titres, souligné que cette infrastructure devait être établie dans la zone euro. Cette position a été réaffirmée par la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 16 juillet 2009 [2].*

*1 disponible sur http://www.ecb.int/press/pr/date/2001/html/pr010927_2.en.html*
*2 disponible sur http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2009/html/gc090717.fr.html*

L'expérience de la crise conduit à une relecture attentive de cette question.

Les recommandations internationales sur la gestion des risques des chambres de compensation, définies avant la crise [5], visaient à permettre à la chambre de compensation de supporter un choc de type idiosyncratique causé par la défaillance du participant présentant l'exposition unitaire la plus importante dans des conditions de marché « extrêmes mais plausibles ». Or, la crise a montré que la défaillance d'un établissement ayant une activité internationale et entretenant des relations diverses avec de nombreuses contreparties et infrastructures engendre un choc potentiellement systémique. Dès lors, les hypothèses actuelles de calibrage des couvertures des chambres de compensation doivent être renforcées pour intégrer cette réalité.

Un premier scénario, qui a notamment été exploré par le Comité de Bâle, consisterait à exiger des chambres de compensation de couvrir la défaillance des deux membres présentant les expositions les plus importantes. La discussion dans les ateliers a ouvert d'autres pistes, en proposant d'intégrer également la corrélation entre les expositions des membres pris en compte pour calculer la couverture de la chambre. Il est en effet possible que la défaillance simultanée du membre présentant l'exposition la plus importante et de celui dont le risque de défaillance est le plus fortement corrélé soit le scénario le plus pertinent.

**Un autre défi essentiel concerne la définition du cadre de gestion des risques des chambres de compensation « multi-produits ».** Outre l'enjeu de développer des modèles de gestion des risques capables d'intégrer cette complexité, une question essentielle porte sur l'arbitrage entre un fonds de compensation unique pour l'ensemble des produits et une ségrégation des fonds de compensation par classes d'actifs. Le fonds unique peut présenter l'avantage de bénéficier d'effets de diversification au sein du portefeuille de risques couverts par le fonds. Néanmoins, il implique également un degré de mutualisation des risques très élevé conduisant certains membres de la chambre de compensation à supporter des risques résiduels engendrés par des produits risqués sur lesquels ils ne sont pas actifs. Une piste alternative qui pourrait être davantage explorée serait la constitution d'un fonds de compensation unique « tranché » par classes d'actifs de façon à combiner les bénéfices de la diversification et de la ségrégation par catégories de risques et de participants homogènes.

Cette formule pourrait être combinée avec un calibrage des marges qui définirait un intervalle de confiance appliqué à chaque classe d'actifs positivement corrélés à leurs profils de risques respectifs.

Une harmonisation réelle des exigences applicables aux dispositifs de gestion des risques des chambres de compensation nécessite également une réflexion approfondie sur les hypothèses de calibrage des modèles. La définition de niveaux harmonisés pour les intervalles de confiance [6] ne saurait ainsi faire l'impasse d'une réflexion précise et adaptée sur la période de référence appréciée. La profondeur historique des données devant être prises en compte a en effet des conséquences déterminantes sur le niveau de ressources à disposition de la chambre de compensation pour couvrir le risque de défaut. Selon le marché ou les produits couverts par la chambre de compensation, l'historique nécessaire pour intégrer les périodes de volatilité les plus fortes peut varier significativement et nécessite sans doute un élément de jugement pour intégrer des événements nouveaux éventuellement significatifs.

L'importance de la qualité des prix pour le système de gestion des risques a été soulignée. Pour la compensation de produits traditionnellement compensés, comme les actions, cette qualité est en général assurée par la négociation sur des marchés organisés. Il en va différemment des produits dérivés de gré à gré pour lesquels n'existent pas de prix de référence pouvant être considérés comme la juste valeur du marché. L'extension de la compensation à de tels produits devrait conduire à une évaluation prudente par les chambres de compensation des prix collectés.

La prise en compte de la concentration a aussi été discutée : dans certaines chambres de compensation (SwapClear), quand la part d'un membre s'accroît, le niveau d'appel de marge qui lui est appliqué augmente également.

5 *Recommandations CPSS/IOSCO pour les contreparties centrales, novembre 2004 (http://www.bis.org/publ/cpss64.htm)*

6 *Classiquement, la définition des marges visant à couvrir le risque en conditions normales de marché est quantifiée par un intervalle de confiance couvrant 99 % des situations, tandis que le fonds de garantie est communément calibré pour couvrir 99,7 % des situations.*

Afin d'éviter la procyclicité des appels de marge, les décotes appliquées au collatéral reçu pourraient être fixées de façon à mieux prendre en compte des périodes de tension sur les marchés.

Le rôle du capital de la chambre de compensation a également été discuté. En complément des ressources visant à couvrir le risque de défaut (classiquement marges et fonds mutuel), le capital de la chambre peut être mis à contribution à une certaine hauteur afin d'inciter la chambre de compensation à participer au coût du risque de défaut et l'inciter ainsi à le gérer convenablement, notamment lorsque son actionnariat est distinct de sa structure de participation. Le capital est également utile pour couvrir des risques autres que le risque de défaut des membres : il demeure toujours un risque résiduel de contrepartie lié à l'investissement des ressources de la chambre de compensation, quand bien même les critères d'investissement sont exigeants. Au-delà, la définition d'un capital minimum permet de traiter la contradiction entre la mortalité potentielle d'une infrastructure qui opère dans un environnement concurrentiel et son caractère peu substituable, qui implique d'assurer pendant un délai suffisant la continuité de son fonctionnement, même lorsqu'elle n'est plus économiquement viable.

## 2|3 Le rôle des banques centrales

**Les deux ateliers ont été aussi l'occasion d'approfondir une troisième question fondamentale, celle du rôle exercé par les autorités publiques vis-à-vis des chambres de compensation, qui est en particulier illustré par les débats relatifs à l'accès des chambres de compensation aux services des banques centrales.**

Le bien-fondé d'autoriser les chambres de compensation à accéder aux services des banques centrales est une question qui a été ardemment débattue avant la crise, avec comme traduction concrète, un très large éventail des politiques suivies par les banques centrales, depuis une absence totale d'accès des chambres de compensation jusqu'à la fourniture complète de la gamme des services de banque centrale (ouverture d'un compte, accès au crédit intra-journalier et *overnight*, accès à une facilité de dépôt rémunérée). La crise a conduit à revisiter les termes de ce débat et il semble qu'émerge un consensus croissant sur l'utilité de l'accès des chambres de compensation aux services des banques centrales.

L'ouverture d'un compte permet l'accès au règlement en monnaie de banque centrale qui élimine le risque de crédit que subit une chambre de compensation lorsqu'elle recourt aux services d'un agent de règlement susceptible d'être défaillant. L'octroi de crédit intra-journalier complète l'accès au compte, en facilitant le séquencement en cours de journée des flux de la chambre de compensation, ce qui est utile notamment pour celles qui sont actives sur les marchés au comptant.

D'autres services des banques centrales n'ont pas vocation à être utilisés en période normale mais la crise a montré qu'ils peuvent être nécessaires en période de turbulence. Ainsi, pendant la crise, les chambres de compensation ont été confrontées à un « effet de ciseaux », avec la conjonction d'une augmentation des marges collectées auprès de leurs participants en raison de la volatilité des marchés et de la réduction simultanée du champ des contreparties utilisées pour placer leurs marges, compte tenu de la dégradation de leur situation de crédit et de liquidité. En période d'accroissement de l'aversion au risque de contrepartie, le recours à une facilité de dépôt rémunérée auprès d'une banque centrale constitue donc un « refuge » (« *a safe harbour* ») pour le collatéral détenu sous forme d'espèces par la chambre de compensation.

L'accès au crédit *overnight* d'une banque centrale apparaît pour sa part essentiel pour faciliter la réalisation du collatéral détenu par une chambre de compensation au cours de la gestion d'une défaillance. Les leçons de la crise montrent qu'une chambre de compensation peut se retrouver dans une situation où, confrontée au défaut d'un participant, elle dispose d'un montant de collatéral adéquat et valorisé correctement. Mais, du fait de la dislocation du marché sous-jacent pour ce collatéral considéré comme liquide en conditions normales, elle ne sera pas en mesure de remplir en temps et en heure les obligations du défaillant, dont elle assure la garantie. Dans ce cas, seul le recours au crédit auprès de la banque centrale peut permettre à la chambre de compensation d'obtenir la liquidité nécessaire contre la remise en garantie du collatéral non immédiatement liquide qu'elle détient.

Le débat sur l'accès aux services des banques centrales s'est donc déplacé à l'aune des leçons de la crise. Davantage que l'utilité intrinsèque de ces services, ce qui fait débat est la tension entre l'intervention des banques centrales, et plus généralement des autorités publiques, et l'incitation pour la chambre de compensation à se doter de dispositifs de contrôle des risques pleinement conformes à sa fonction fondamentale pour la stabilité financière.

Avec l'élargissement de l'activité des chambres de compensation, en particulier suite aux préconisations du G20 de compenser par contrepartie tous les dérivés standardisés de gré à gré d'ici fin 2012, certains intervenants de marché pourraient anticiper un soutien public en cas de difficultés éventuelles de la chambre de compensation, diminuant ainsi ses incitations à maintenir une qualité élevée de gestion des risques. Cette situation est susceptible de renforcer l'aléa moral subi par les autorités. Certains participants des ateliers se sont interrogés sur l'opportunité d'un contrôle public de la gouvernance des chambres de compensation, mais il semble difficile de déterminer clairement si cette piste aurait pour conséquence de réduire ou au contraire de renforcer l'aléa moral.

Cette difficulté conduit aussi à s'interroger sur l'opportunité de fournir à la chambre de compensation un accès de droit commun (« standard ») et prévu *ex ante* aux services des banques centrales, pour éviter les effets de stigmatisation liés à une utilisation exceptionnelle ou, au contraire, privilégier un accès dans des conditions exceptionnelles, afin d'éviter une utilisation « excessive » de ces services et une gestion « laxiste » des risques par la chambre de compensation.

Sans trancher ce débat, certains arguments avancés par les participants dans les ateliers ont mis en lumière le fait qu'un accès standard de la chambre de compensation aux services des banques centrales pouvait être préférable pour limiter l'aléa moral. Le choix de la chambre de compensation d'accéder à ces services est en effet régulé par les prix ; la faiblesse traditionnelle du taux de rémunération des facilités de dépôt des banques centrale incite la chambre de compensation à préférer les opportunités de placement disponibles sur le marché qui offrent un meilleur rendement pour sa trésorerie. Cette régulation par les prix est d'autant plus efficace que les revenus tirés de la gestion de trésorerie de la chambre de compensation tendent à devenir plus importants dans un contexte de concurrence accrue entre les chambres de compensation où les revenus tirés des commissions de compensation baissent ; l'expérience montre d'ailleurs que l'utilisation de la facilité de dépôt est concentrée autour des périodes de tensions sur le marché monétaire.

L'accès aux services des banques centrales rend également nécessaire l'exercice d'une surveillance directe et efficace de la chambre de compensation par la banque centrale. Il est intéressant de noter à cet égard que certaines banques centrales, comme la Banque centrale du Japon, ont indiqué conditionner l'accès au crédit à la possibilité d'effectuer des contrôles sur place de la chambre de compensation.

*Parmi les conclusions fortes ressortant des deux ateliers du séminaire monétaire international, l'utilisation croissante d'infrastructures multilatérales et centralisées est une préconisation qui tend à dépasser, voire transcender le débat sur le rôle des produits dérivés de gré à gré dans le déclenchement et la propagation de la crise. Une première interprétation souligne que certaines caractéristiques de ces contrats étaient intrinsèquement sources de risques non maîtrisés et qu'il convient donc de les modifier. Une autre thèse insiste plutôt sur leur utilisation inadéquate, avec comme conséquence de préconiser des mesures de régulation qui cibleraient prioritairement le comportement des acteurs plus que les caractéristiques des instruments dérivés. Or, l'utilisation renforcée des infrastructures entraîne à la fois une modification des contrats (notamment la standardisation) et du comportement des acteurs (en corrigeant en particulier les asymétries d'information).*

*Les infrastructures et notamment les chambres de compensation ne constituent pas en soi une panacée. D'abord, et c'est clairement un des enjeux majeurs des évolutions législatives en cours dans les différentes parties du monde, il convient de trouver un juste équilibre dans la formulation des exigences en matière d'utilisation d'infrastructures pour les marchés dérivés de gré à gré, qui permette de renforcer la transparence et la gestion des risques tout en maintenant la liquidité et l'innovation, conditions indispensables pour que les produits dérivés continuent à jouer leur fonction fondamentale de couverture, d'assurance, et* in fine *contribuent à une allocation optimale des ressources dans l'économie.*

.../...

*Ensuite, en ce qui concerne plus spécifiquement les chambres de compensation, leur dispositif de gestion des risques doit être clairement proportionné à la prise en charge de la fonction de contrepartie centrale qu'elles vont assurer pour une gamme considérablement élargie d'instruments financiers. Dans le contexte d'avant la crise, il existait un consensus international pour considérer qu'une chambre de compensation devait être à même de faire face à un choc idiosyncratique. Dans le contexte d'après la crise, la révision générale des normes pour les infrastructures, conduite par le Comité des banques centrales sur les systèmes de paiement et de règlement (*Committee on Payment and Settlement Systems — *CPSS) et Organisation internationale des commissions de valeurs (*International Organization of Securities Commissions — *IOSCO), les travaux du comité de Bâle et les projets de législations nationales ou régionales (comme le projet de règlement EMIR* — European Market Infrastructure Regulation — *dans l'Union européenne) pourraient explorer l'opportunité de relever les exigences pour que les chambres de compensation puissent être en mesure de résister à un choc d'ampleur systémique.*

# Les stratégies de politique monétaire après la crise

## Résumé de la table ronde des VIIIe Journées de la *Fondation Banque de France*, 21-22 juin 2010

**Louis BÊ DUC et Laurent CLERC**
*Direction des Études monétaires et financières*
*Fondation Banque de France pour la Recherche*

*L'objet de cet article est de présenter les principales conclusions de la table ronde organisée dans le cadre des VIIIe « Journées de la Fondation », les 21 et 22 juin 2010 à Paris. Cette table ronde, présidée par Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France, a traité des implications de la crise financière pour la conception, la conduite, la mise en œuvre et les stratégies de politique monétaire.*

*Les éminents intervenants étaient Carl Walsh (professeur à l'Université Santa Cruz de Californie), Giancarlo Corsetti (professeur à l'Institut universitaire de Florence), Pierre-Olivier Gourinchas (professeur à l'Université de Californie, Berkeley) et Richard Portes (professeur à la* London Business School *et président du CEPR).*

*Les principales questions soulevées ont été les suivantes :*

*• la mesure dans laquelle le cadre stratégique actuel de la politique monétaire, reposant largement sur le ciblage d'inflation, devrait être modifié pour prendre en compte les évolutions financières récentes et éviter la déflation ;*

*• l'interaction entre politiques monétaire, budgétaire et financière mises en œuvre dans un contexte de crise financière et la question connexe des modalités et du calendrier de sortie de ces mesures de soutien ;*

*• l'opportunité de concevoir de nouveaux instruments de politique monétaire afin de remédier aux déséquilibres nationaux ou régionaux dans le contexte d'une union monétaire ;*

*• la mesure dans laquelle il est possible de conclure des accords temporaires entre banques centrales pour assurer la fourniture de devises étrangères en période de crise ;*

*• l'interaction entre la politique monétaire et les taux de change lorsque l'on a atteint le niveau plancher pour les taux d'intérêt nominaux.*

Codes JEL : E4, E5, E6, H6

*NB : Nous remercions Giancarlo Corsetti, Pierre-Olivier Gourinchas, Richard Portes et Carl Walsh pour leurs suggestions et précieux commentaires.*

Les « Journées de la Fondation » offrent aux chercheurs bénéficiaires d'une bourse octroyée par la Fondation Banque de France (cf. encadré 1) la possibilité de présenter les résultats de leurs recherches au public. Les VIIIe Journées de la Fondation, organisées à Paris les 21 et 22 juin 2010, ont été consacrées aux « Politiques macroéconomiques en période de crise ». La conférence a réuni plus d'une centaine de participants, issus des milieux universitaires, des banques centrales et institutions internationales ainsi que des économistes du secteur privé. L'encadré 2 fournit un résumé des papiers présentés lors de ces « Journées ».

L'objet de cet article est d'exposer les principales conclusions de la table ronde qui s'est tenue le 21 juin sur les « stratégies de politique monétaire après la crise ». Les participants ont cherché à tirer les principaux enseignements de la crise financière récente tant pour la mise en œuvre que pour la stratégie de politique monétaire. Les discussions ont porté sur les principaux thèmes suivants :

• l'opportunité de modifier le cadre stratégique actuel de la politique monétaire, qui repose largement sur le ciblage de l'inflation, afin de mieux rendre compte des développements financiers récents et de prévenir le risque de déflation ;

• la nécessité de reconsidérer l'interaction entre politiques monétaire, budgétaire et financière dans un contexte de crise financière ;

• les implications des politiques de taux d'intérêt nuls pour la stabilité financière et l'évolution des taux de change ;

• la nécessité d'élargir le jeu des instruments de politique monétaire ou d'en concevoir de nouveaux afin de remédier aux déséquilibres financiers, notamment dans le contexte d'une union monétaire ;

• l'articulation entre les objectifs de stabilité monétaire et financière.

Les intervenants étaient Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France et modérateur de ce panel, Carl Walsh, professeur à l'Université Santa Cruz de Californie, Giancarlo Corsetti, professeur à l'Institut universitaire de Florence, Pierre-Olivier Gourinchas, professeur à l'Université de Californie, Berkeley et Richard Portes, professeur à la *London Business School*, président du CEPR (*Centre for Economic Policy Research*).

## 1| Doit-on modifier le cadre stratégique actuel de la politique monétaire ?

Carl Walsh, qui a introduit les discussions, a rappelé que selon le consensus en vigueur avant la crise en matière de politique monétaire, une cible d'inflation flexible était généralement considérée comme la meilleure pratique pour les banques centrales. Il existait également un consensus sur le fait qu'une fourchette de 1 % à 3 % constituait une cible d'inflation appropriée. Cette fourchette est en phase avec les cibles d'inflation formellement définies par de nombreuses banques centrales ayant adopté une stratégie de ciblage de l'inflation et avec les cibles implicites de nombreuses autres grandes banques centrales comme la BCE et la FED (Système fédéral de réserve). Les remarques du professeur Walsh se sont concentrées sur deux propositions récentes de modification des stratégies de ciblage d'inflation, à savoir le relèvement de la cible d'inflation et, de manière plus radicale, le passage à une cible de niveau des prix.

Concernant la première suggestion, Blanchard et ses coauteurs [1] ont récemment avancé qu'un taux d'inflation moyen de 4 % constituerait une cible plus sûre car il fournirait une plus grande latitude pour réduire les taux d'intérêt lorsque l'économie est confrontée à un choc défavorable. De même, John Williams [2] a estimé, dans une étude récente, qu'« une cible d'inflation comprise entre 2 % et 4 %, en moyenne, suffirait à empêcher qu'un niveau plancher de taux d'intérêt (*Zero Lower Bound*) n'entraîne des coûts macroéconomiques élevés, cela même dans un environnement économique beaucoup plus défavorable ». Un autre argument en faveur d'une inflation moyenne plus élevée est qu'elle accroît la flexibilité des salaires réels lorsque les salaires

1 *Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia, et Paolo Mauro (2010) :* "Rethinking Macroeconomic Policy" *(Repenser la politique macroéconomique), note de position des services du FMI, SPN/10/03, 12 février*

2 *John C. William (2009) :* Daedalus: "Optimal Inflation and the Zero Lower Bound", Brooking Papers on Economic Activity, *document de travail (10, 11 septembre)*

nominaux font preuve de rigidité à la baisse, ainsi que l'ont souligné Akerlof, Dickens et Perry (1996) [3].

Les avantages d'un taux d'inflation moyen plus élevé doivent toutefois être mis en regard des coûts qu'il implique. Premièrement, Bailey (1956) [4] et Friedman (1969) [5] ont noté il y a longtemps qu'une hausse de l'inflation conduisait les agents économiques du secteur privé à reconstituer en permanence leurs encaisses monétaires afin de les maintenir à un niveau désiré en termes réels. Deuxièmement, la majorité des régimes fiscaux ne sont pas totalement indexés sur l'inflation, ce qui accroît les distorsions lorsque l'inflation moyenne augmente. Troisièmement, la dispersion des prix relatifs générée par la lenteur de l'ajustement des prix a un coût social en termes de bien-être, même si celui-ci pourrait être réduit si l'indexation était plus répandue. Dans le même temps, une indexation généralisée des salaires risquerait d'entraver la capacité de l'économie à s'ajuster aux chocs nécessitant une diminution des salaires réels. Quatrièmement, il existe une incertitude sur le point de savoir si les anticipations d'inflation seraient plus difficiles à ancrer si l'inflation moyenne était plus élevée. Enfin, la stabilité difficilement obtenue des anticipations d'inflation, qui a été l'une des caractéristiques de la crise récente, serait compromise par un relèvement des cibles d'inflation. Une stratégie plus efficace pour éviter que les taux d'intérêt nominaux n'atteignent leur niveau plancher consisterait à réduire les risques d'occurrence d'un nouveau choc négatif majeur sur la demande agrégée. Une meilleure réglementation des marchés financiers ainsi qu'une politique plus volontariste pour faire face à l'apparition de déséquilibres financiers pourraient réduire la probabilité de se heurter à la contrainte zéro pour les taux d'intérêt nominaux.

Une réponse plus radicale à la crise serait d'abandonner le ciblage de l'inflation au profit d'un ciblage du niveau des prix. Le fait de savoir que les prix retrouveront un niveau cible influence les anticipations d'inflation d'une manière qui contribue à stabiliser l'inflation courante. Par conséquent, une cible de niveau de prix peut présenter des avantages par rapport à une cible d'inflation dans la mesure où elle peut conduire les anticipations à jouer un rôle de stabilisateur automatique.

Ce rôle joué par les anticipations peut s'avérer particulièrement important en situation de déflation lorsque les taux d'intérêt nominaux atteignent leur plancher. Lorsque le niveau effectif des prix baisse, l'écart entre le niveau de prix observé et celui résultant de la cible du sentier de prix augmente. Par conséquent, un engagement crédible à atteindre la cible de niveau des prix entraînerait une hausse des anticipations d'inflation, ce qui contribuerait à faire remonter les taux d'intérêt nominaux au-dessus de leur niveau plancher. Ce rôle est renforcé si l'objectif d'évolution des prix intègre un taux d'inflation tendanciel.

Toutefois, les effets d'une politique de ciblage du niveau des prix sur les anticipations d'inflation dépendent du moment où elle est adoptée, de l'indice des prix retenu comme cible et des anticipations des agents concernant la rapidité avec laquelle l'écart entre le niveau actuel des prix et sa cible sera éliminé. A titre d'illustration, si les États-Unis avaient adopté une cible de niveau des prix en janvier 2007, avec une hausse tendancielle des prix de 2,0 %, cela aurait conduit à un resserrement de la politique monétaire en 2007 et 2008 et aurait suscité des anticipations de déflation, aggravant le risque de heurter la contrainte zéro pour les taux d'intérêt. L'indice des prix choisi peut également avoir de l'importance. Alors qu'une cible fondée sur l'indice PCE (*Personal Consumer Expenditure* — dépenses de consommation personnelles) aurait déstabilisé les anticipations, une cible de niveau des prix crédible reposant sur l'indice PCE hors produits alimentaires et énergie les aurait stabilisées, mais le résultat n'aurait guère été différent de celui obtenu dans le cadre d'un régime crédible de ciblage de l'inflation.

Carl Walsh a souligné trois points qui mettent en garde contre l'adoption d'une cible de niveau de prix. Premièrement, la stabilisation des anticipations n'intervient que si le public comprend les implications d'une stratégie de ciblage du niveau des prix et croit à l'engagement de la Banque centrale en faveur de cette nouvelle politique. L'application d'une stratégie de ciblage de l'inflation a montré que la crédibilité découlait de l'expérience et que les résultats en matière d'ancrage de l'inflation n'étaient pas quelque chose qui s'obtenait immédiatement. La crédibilité d'une stratégie de ciblage du niveau des prix peut

3 *George A. Akerlof, William T. Dickens et Georges L. Perry (2000) :* Near-rational Wages and Price-Setting and the Long-run *Phillips Curve*, Brookings Papers on Economic Activity, *vol. 31*

4 *Martin J. Bailey (1956) :* "The welfare cost of inflationary finance", Journal of political Economy *64, 93-110*

5 *Milton Friedman (1969) :* "The Optimum Quantity of Money, *dans* The Optimum Quantity of Money and Other Essays" *(Aldine, Chicago, IL)*

s'avérer particulièrement compliquée à instaurer dans un contexte de trappe à liquidité si le profil d'évolution des prix, qui varie dans le temps, est difficile à communiquer au public. Deuxièmement, adopter une cible de niveau de prix lorsque les taux d'intérêt se situent déjà à leur niveau plancher entraînerait une hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, qui pourrait facilement conduire certains à mettre en doute l'engagement de la Banque centrale à stimuler la croissance économique. Troisièmement, l'incidence sur les anticipations dépend de la rapidité avec laquelle le public s'attend à ce que la Banque centrale ramène l'évolution des prix à un niveau conforme à la cible. Cela peut être difficile à prévoir car on ne dispose d'aucune expérience antérieure sur laquelle s'appuyer. Si les anticipations vont dans le sens d'une récession prolongée, le public peut douter d'un retour très rapide à la cible. Cela atténuerait l'effet attendu d'un ciblage du niveau des prix sur la hausse des anticipations d'inflation. Enfin, s'engager sur un profil d'évolution des prix qui fait intervenir l'inflation future aboutit à une incohérence temporelle. Une fois que l'économie repart et s'éloigne du niveau plancher de taux d'intérêt, la politique optimale ne consiste pas à créer l'inflation nécessaire pour réaligner le niveau des prix sur la cible promise par la Banque centrale. Enfin, un engagement optimal consiste à faire ce que l'on avait promis de faire, même si ce n'est pas la meilleure chose à faire à ce moment-là, ce qui constitue un nouvel argument en faveur du maintien du régime de ciblage de l'inflation adopté par de nombreuses banques centrales.

Au cours de la discussion avec l'auditoire, Michael Woodford (Université de Columbia) a contesté le fait que le ciblage d'un niveau des prix aboutirait à davantage d'incohérence temporelle que le ciblage de l'inflation. L'engagement de respecter une cible d'inflation peut être parfois légèrement assoupli afin de prendre en compte le rythme d'expansion de l'économie. Un compromis similaire peut également s'appliquer dans le cadre d'une cible de niveau des prix. Carl Walsh a reconnu que les deux systèmes pouvaient aboutir à une incohérence temporelle, mais qu'il était probablement plus facile de s'engager sur une cible d'inflation (disons 2 % pour l'année à venir, quels que soient les résultats antérieurs) que sur le retour à un niveau de prix impliquant une gamme plus large de cibles d'inflation. Jean-Pierre Landau a demandé au Professeur Walsh si la fourniture de liquidité par la banque centrale pouvait être séparée de la politique monétaire de manière durable. Le Professeur Walsh a répondu qu'une variable importante était de savoir quel secteur devait être éligible au refinancement auprès de la banque centrale (et la crise a souligné la nécessité d'étendre le refinancement au secteur non bancaire) et, question connexe, quel type de garantie la banque centrale devait accepter.

## 2| L'interaction des politiques monétaire, budgétaire et financière au sortir de la crise

Giancarlo Corsetti a abordé deux points concernant l'assainissement budgétaire et les conséquences de la crise sur la « constitution économique » de l'Union économique et monétaire (UEM). Selon lui, l'assainissement budgétaire constituerait seulement une phase parmi les réponses apportées par les autorités publiques à la crise. En 2007 et 2008, l'apport de liquidité par les banques centrales fut considéré comme un moyen d'alléger les tensions au sein du secteur financier, mesure relayée en 2008 par une intervention budgétaire qui a abouti à une forte hausse de la dette publique (de 40 points de pourcentage selon le FMI). S'il reconnaît qu'il n'existe pas encore de modèle satisfaisant de la crise, Giancarlo Corsetti considère néanmoins que le respect d'un calendrier et le gradualisme sont primordiaux en matière d'assainissement budgétaire, comme en témoigne son papier récent [6] dans lequel il conclut avec ses coauteurs qu'un retournement radical des politiques de stimulation par les dépenses publiques n'est pas souhaitable et peut aboutir à une forte détérioration des ratios de dette par le biais d'un effet déflationniste. Comme il le souligne par ailleurs dans la contribution qu'il a présentée lors des VIIIe *Journées de la Fondation* [7], les multiplicateurs budgétaires peuvent atteindre des niveaux très élevés en période de crise financière.

S'agissant de l'UEM, Giancarlo Corsetti considère que la « constitution économique » européenne initiale est caduque, comme l'illustrent de nombreux exemples, tels que le non-respect des règles de

6 *Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier, Gernot Müller (2010) : "Debt consolidation and stabilization of deep recessions" à paraître,* American Economic Review, Paper and Proceedings
7 *Giancarlo Corsetti, André Meier, Gernot J. Müller (2009) : "What determines government spending multipliers?"*

non-renflouement, l'échec du principe de surveillance mutuelle, l'extension du champ d'intervention de la BCE. Cet échec était, selon lui, une issue prévisible et la conséquence logique de l'absence d'intégration budgétaire [8]. L'euro entre aujourd'hui dans une nouvelle phase. En guise de remarque préliminaire, Giancarlo Corsetti a écarté deux voies opposées pour l'avenir. Conserver le même cadre, tout en s'engageant à le mettre en œuvre « sérieusement » à l'avenir, n'est pas une solution crédible. Supprimer purement et simplement le cadre budgétaire de l'UEM et laisser le marché assurer la discipline est une option tout aussi peu crédible car elle laisserait la voie libre aux négociations bilatérales et aux coalitions. La seule option raisonnable actuellement semble résider dans la poursuite des réformes destinées à mettre en place une institution permettant de gérer la contagion, l'instauration d'un mécanisme de restructuration de la dette, et l'amélioration du cadre de régulation et de surveillance à l'échelle de la zone euro afin de contenir les risques macroéconomiques. Ces réformes sont toutes techniquement réalisables mais nécessitent un accord politique. Giancarlo Corsetti a présenté une liste de recommandations générales concernant la réforme de la constitution économique européenne : premièrement, il est nécessaire de rendre la clause de « non-renflouement » crédible, ce qui nécessite la mise en place d'un mécanisme pour limiter les effets de contagion. Deuxièmement, le secteur privé doit pouvoir accéder à des informations transparentes concernant la situation budgétaire. À cet égard, pour Giancarlo Corsetti, se focaliser sur les limites de dette et de déficit excessifs est source d'erreur. Il pourrait être utile de mettre en place une certaine forme de délégation (peut-être *via* la Commission européenne), mais celle-ci reste encore à définir. Troisièmement, il faut définir des règles propices à la cohésion politique à l'échelle européenne. À cet égard, les sanctions prévues en cas de déficit excessif ne lui paraissant pas crédibles et dans la mesure où elles sont vouées à être appliquées de façon discrétionnaire, elles doivent être abandonnées. Quatrièmement, M. Corsetti a recommandé de veiller à ce que les modifications apportées au cadre budgétaire n'entravent pas l'intégration du marché européen. En la matière, une dernière question, plus empirique, a trait au degré de contagion de la dette souveraine d'un pays de la zone euro aux obligations émises par le secteur privé de ce même pays. À l'heure actuelle, on note que certaines entreprises grecques empruntent à des taux d'intérêt plus bas que le gouvernement grec, contrairement aux données empiriques relatives à la crise de la dette souveraine. Dans quelle mesure une monnaie unique peut-elle contribuer à protéger des pans de l'économie d'une crise budgétaire ? En résumé, la crise constitue une bonne occasion de mettre en œuvre les réformes budgétaires les plus nécessaires, susceptibles de différer d'un pays à l'autre, dans les domaines suivants (plus ou moins importants selon les pays) : la santé, les retraites, l'évasion fiscale, la productivité du secteur public. Le danger est de prendre à la hâte des mesures de réduction immédiate des déficits budgétaires qui ne seraient ni cohérentes ni durables.

## 3| L'opportunité de concevoir de nouveaux instruments de politique monétaire afin de remédier aux déséquilibres nationaux ou régionaux dans le cadre d'une union monétaire

Pierre-Olivier Gourinchas a exprimé ses vues sur la politique monétaire de la BCE durant la crise, en s'appuyant notamment sur une étude à paraître concernant la gestion de la liquidité et le rationnement du crédit [9]. Il a abordé deux points principaux : l'apport de liquidité en devise étrangère et la conduite de la politique monétaire dans une zone monétaire qui n'est pas optimale.

S'agissant du premier aspect, l'apport de devises étrangères dans un contexte de crise de la liquidité a représenté une coopération sans précédent entre banques centrales. Celle-ci a pris essentiellement la forme de lignes de crédit réciproques entre les principales banques centrales (Fed, BCE, Banque Nationale Suisse, Banque du Japon et Banque d'Angleterre) à partir de décembre 2007. Concrètement, les créances libellées en dollars détenues par les institutions financières européennes ont crû très rapidement entre 2000 et 2007. Ces créances

8 *Willliam H. Buiter, Giancarlo Corsetti, Nouriel Roubini (1992) :* "Excessive deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", CEPR discussion paper, *décembre*
9 *Charles Goodhart, Pierre-Olivier Gourinchas, Markus Brunnermeier et Raffael Repullo (2010) :* Monitoring the ECB *n° 7,* "Managing the Liquidity and Credit Crunch", CEPR, *à paraître.*

étaient refinancées à très court terme sur le marché américain du financement de gros. Avec la crise, le marché interbancaire s'est bloqué. La plupart de ces institutions financières européennes n'accédèrent plus au refinancement sur le marché américain et eurent alors recours aux *swaps* de change à court terme. Le marché des *swaps* en devises connut à son tour de très fortes tensions qui se traduisirent par des écarts très importants de parité couverte des taux d'intérêt. En fin de compte, ces institutions se tournèrent vers la BCE afin d'obtenir un financement en dollars. Cela a été rendu possible essentiellement grâce à la mise en place d'un dispositif d'échange réciproque de devises (lignes de *swaps*) conclu entre la Fed et la BCE [10]. Ces accords de *swaps*, initialement limités à 20 milliards de dollars en décembre 2007, ont augmenté ensuite pour atteindre 50 milliards en septembre 2008, avant de devenir illimités après la faillite de Lehman Brothers. Le montant total de *swaps* vis-à-vis de la BCE a rapidement augmenté pour atteindre un pic à 290 milliards de dollars début 2009. Ce montant de liquidité en dollars doit être comparé à un besoin de financement européen en dollars estimé entre 400 et 2 100 milliards de dollars fin 2008 selon une étude de la BRI [11]. Ces lignes de crédit furent conçues comme un financement de secours : elles étaient en effet onéreuses, de sorte que les banques n'y ont eu recours qu'en dernier ressort, et le montant des *swaps* a rapidement diminué avec l'atténuation des tensions sur le marché interbancaire. Cela appelle deux remarques supplémentaires. Premièrement, il est évident que, dans des circonstances normales, aucune banque centrale n'accepterait d'établir des lignes de *swaps* en devises pour des montants illimités avec d'autres autorités monétaires. Cela procurerait en effet à ces dernières la possibilité de créer de la monnaie centrale de manière illimitée et de fournir de la liquidité à des établissements qui ne font pas l'objet d'une supervision directe de sa part. Même les lignes de *swaps* limitées sont susceptibles de ne pas survivre à moyen terme. Le Président de la Fed, Ben Bernanke, a explicitement affirmé récemment que les lignes de *swaps* accordées par la Fed ne seraient pas maintenues éternellement. Bien au contraire, il a rappelé qu'il appartenait à chaque pays d'identifier et de gérer de façon préventive ses pénuries de liquidité en devises étrangères. Par conséquent, il est clairement nécessaire de mesurer en temps réel les déséquilibres en matière de financement. De ce point de vue, il semblerait que le déficit de liquidité en dollars n'ait pas été ni clairement identifié ni véritablement mesuré par les autorités monétaires européennes avant la crise. Deuxièmement, si la mise en place de facilités relatives à la fourniture de liquidité n'est pas garantie en période de tensions financières, les autorités monétaires doivent réfléchir à des modalités d'assurance alternatives. On peut envisager deux possibilités. La première, à savoir l'« auto-assurance » grâce à l'accumulation de réserves de change, constituerait une solution coûteuse pour la BCE. On peut illustrer ce point en comparant le montant maximum des lignes de *swaps* atteint durant la crise (290 milliards de dollars) et le montant total des réserves (sans l'or) du Système européen de banques centrales (220 milliards de dollars) [12]. Pour être capable de faire face seul à la demande de liquidité en dollars, le SEBC devrait accroître massivement le montant de ses réserves. Il est irréaliste de penser que la BCE pourrait s'engager dans un programme d'achat d'une telle ampleur. La deuxième possibilité fait appel à l'intervention du FMI par le biais de lignes de crédit flexibles ou conditionnelles, mais cela ne paraît pas non plus réalisable à court terme car cette solution nécessiterait une réforme bien plus coûteuse que la mise en place de lignes de crédit flexibles. Par conséquent, la solution la plus réaliste à l'heure actuelle semble être une forme d'accord *stand-by* au sein d'un réseau de banques centrales (comme c'était le cas dans les années soixante pour certains pays en proie à des difficultés de balance des paiements).

S'agissant du second sujet, à savoir la conduite de la politique monétaire dans une zone monétaire qui n'est pas optimale, Pierre-Olivier Gourinchas a d'abord remarqué, avec d'autres observateurs, que la crise de la dette souveraine en Europe n'était pas simplement un problème budgétaire mais reflétait également un problème de compétitivité. La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale. Elle ne l'était pas au moment du rapport Delors [13] et elle ne l'est toujours pas : il faut donc trouver des moyens de régler le problème des divergences de compétitivité entre pays membres. En l'absence de possibilités d'ajustement des taux de change internes au sein de la

*10 La Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada participaient également à ce dispositif.*

*11 Ingo Fender et Patrich McGuire (2010) : « Difficultés de financement en dollars des banques européennes »,* Rapport trimestriel de la BRI, *juin. Ces montants recouvrent le besoin de financement total, à fin 2009, des banques dont les créances en dollars excédaient les engagements lorsque le crédit a été mis en place, et qui sont implantées en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et au Royaume-Uni.*

*12 Sur la base des données fournies par la BCE, ce montant est de l'ordre de 149 milliards d'euros en devises convertibles en avril 2010.*

*13 Commission européenne (1991) :* "One Money, One Market, an evaluation of the costs and benefits of economic and monetary union"

zone euro, la restauration de la compétitivité implique des ajustements de prix relatifs qui peuvent être entravés par le faible niveau d'inflation dans la zone. L'ajustement qui serait alors induit par les quantités pourrait s'avérer quant à lui douloureux, voire politiquement insoutenable. Afin de résoudre cette difficulté, Pierre-Olivier Gourinchas a suggéré que la BCE étende la palette de ses instruments de politique monétaire afin d'affecter différemment les conditions monétaires et de financement au sein même de la zone euro. Par exemple, une différenciation, selon les pays, des règles relatives à l'usage des collatéraux pour les opérations de refinancement pourrait permettre d'ajuster le coût du capital en fonction des régions. Jean-Pierre Landau s'est demandé si le dispositif des garanties constituait l'instrument le plus approprié et si l'on en savait suffisamment sur le mécanisme de transmission pour ces nouveaux instruments. Pierre-Olivier Gourinchas a également suggéré, comme autre type d'instrument, que la BCE puisse réagir aux tensions inflationnistes observées dans un pays (alimentées par exemple par des flux de capitaux importants ou des bulles de prix d'actif) en augmentant les décotes (*haircuts*) pour les titres déposés à la BCE par les institutions financières de ce pays lors d'opérations de refinancement. Cela pourrait avoir pour effet d'accroître le coût du crédit dans ce pays et donc de modérer l'expansion du crédit, atténuant ainsi les tensions tout en permettant une stabilisation de la dynamique des prix relatifs. Il a admis que le mécanisme de transmission pour l'ensemble de ces nouveaux instruments (liste non exhaustive) devait être évalué plus précisément dans le cadre de recherches approfondies. Au cours de la discussion, Richard Portes a mentionné qu'un indicateur de la quotité de financement pourrait également s'avérer utile pour différencier la politique de refinancement de la banque centrale. Au total, Pierre-Olivier Gourinchas a conclu que l'élargissement du champ des instruments utilisés par la banque centrale constituait un moyen de traiter le « trilemme » selon lequel il est impossible de combiner des taux de change fixes, la mobilité des capitaux et l'indépendance de la politique monétaire, en atténuant quelque peu l'intégration des marchés de capitaux grâce à une certaine segmentation du marché par pays.

## 4| La politique monétaire et les évolutions des taux de change dans un contexte de taux zéro

Enfin, Richard Portes a examiné le lien existant entre taux de change et politique monétaire dans le contexte actuel de taux d'intérêt proches ou déjà à leur niveau plancher. Observant tout d'abord qu'il existe peu d'études sur ce sujet, il a fait référence aux travaux de Lars Svensson [14]. Un pays confronté à une trappe à liquidité peut s'engager explicitement en faveur d'un niveau de prix futur plus élevé et mettre en œuvre des actions concrètes pour démontrer cet engagement, par exemple par le biais d'un assouplissement quantitatif ou d'interventions visant à faire baisser le taux de change, baisse qui sera à son tour un excellent indicateur de l'anticipation de taux d'inflation plus élevés. Toutefois, cette stratégie risque d'être inefficace si l'ensemble des grandes économies mondiales sont dans une situation de trappe à liquidité ou s'en rapprochent. Si l'on se réfère au modèle de Mundell-Flemming, une contraction budgétaire doit normalement réduire les taux d'intérêt domestiques, entraîner une contraction de l'activité au sein du pays et provoquer une dépréciation du taux de change, exportant alors la contraction de l'activité économique à l'étranger. Toutefois, dans le cas d'une économie confrontée à la contrainte zéro sur les taux d'intérêt nominaux ou proche de ce niveau, les taux d'intérêt et par conséquent le taux de change ne devraient plus être affectés. Une politique de contraction budgétaire devrait cependant toujours avoir un effet sur la prime de risque: tout dépendra donc de l'effet de cette contraction sur les anticipations des agents. Si la confiance n'augmente pas, le reste du monde sera « doublement frappé » du fait d'une baisse de la demande dans le pays où a lieu l'assainissement budgétaire et d'une dépréciation de sa devise (résultant de la hausse de la prime de risque de change), qui pourrait être considérée comme une dévaluation compétitive. Une première réserve est que, même avec une politique monétaire à taux zéro, la politique budgétaire risque d'affecter le ratio du prix des biens échangés par rapport à celui des biens

*14 Lars R.O. Svensson :* "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", Journal of Economic Perspective, *14(4), automne 2003*

non échangés. Si une contraction budgétaire abaisse le prix relatif des biens non échangés, cela équivaudra à une dépréciation du taux de change réel qui devrait exercer une incidence expansionniste au niveau national. Une deuxième réserve est que, même dans une situation de taux d'intérêt zéro au niveau mondial, les différences en matière d'assouplissement quantitatif entre les pays risquent d'entraîner des anticipations d'inflation différentes ayant une incidence sur les taux de change. Enfin, un assouplissement quantitatif non stérilisé dans un pays peut déclencher des ripostes comparables dans le reste du monde. Au total, Richard Portes a conclu que le monde se dirigeait vers une contraction budgétaire prématurée, qui devrait entraîner d'importants mouvements des taux de change. Réagissant à cette présentation, Jean-Pierre Landau a tout d'abord observé que les pays n'avaient pas tous atteint le niveau plancher pour les taux d'intérêt et que les situations en matière d'inflation présentaient également de très grandes différences. Il a demandé à Richard Portes s'il y avait lieu de tenir compte d'une sorte de « condition monétaire mondiale ». Les conditions monétaires très permissives en réaction à la crise n'ont jusqu'à présent pas eu d'incidence sur l'inflation, mais cela sera-t-il toujours vrai ? Richard Portes a répondu qu'il y avait toujours eu des tentatives pour caractériser l'orientation monétaire mondiale (par exemple, le ratio M3/PIB a effectivement commencé à augmenter au début des années 2000 par rapport à sa tendance de longue période) mais que, selon lui, il serait erroné de subordonner une politique monétaire nationale à une évaluation imprécise des conditions monétaires mondiales.

ENCADRÉ 1

## *La* Fondation Banque de France pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire : *un soutien actif pour la recherche économique depuis 15 ans*

*La Fondation Banque de France, reconnue d'utilité publique depuis août 1995, assure la fonction de mécénat de la Banque de France en faveur de la recherche en économie monétaire, financière et bancaire. Elle catalyse la recherche, privilégiant l'analyse de thèmes pertinents et le recours à des procédures concurrentielles d'attribution.*

*Elle œuvre pour une meilleure synergie entre la communauté des chercheurs et la Banque de France et stimule les échanges en associant la Banque à l'approfondissement des connaissances et à la production de recherche ayant nature de biens publics. Les informations utiles sont disponibles sur le site de la Fondation :* http://www.banque-france.fr/fondation/fr/index.htm

*Ses principales activités consistent à :*

- ***accorder des bourses de recherche*** *d'un montant de 30 000 euros chacune à raison de 4 bourses par an pour encourager la recherche dans les domaines de l'économie monétaire, financière et bancaire, au moyen d'appels d'offres annuels au niveau international. Depuis sa création, la Fondation a financé 61 projets, bénéficiant à plus de 150 chercheurs répartis sur environ 80 centres de recherche à travers le monde ;*
- ***accueillir des chercheurs*** *pour une durée de l'ordre d'une semaine à un mois dans le cadre de son programme de chercheurs invités, au moyen de deux appels d'offres par an en décembre et juin, ou pour la présentation de séminaires. Une quinzaine de chercheurs sont ainsi accueillis chaque année à la Banque et une vingtaine de séminaires organisés ;*
- ***apporter une aide financière*** *à des organismes de recherche, soit sous forme d'adhésion, soit sous forme de financement de colloques et de séminaires ;*
- ***attribuer annuellement un prix de thèse monétaire, financière et bancaire en partenariat avec l'Association française de Science économique et un prix « jeune chercheur en économie »*** *;*
- ***organiser une conférence annuelle (les « Journées de la Fondation »)*** *qui rassemble les recherches financées au titre des précédents appels d'offres.*

### *CONSEIL D'ADMINISTRATION :*

***Membres fondateurs*** *: Christian Noyer, président ; Pierre Jaillet, vice-président ; Benoît Mojon, secrétaire ; Louis Bê Duc, trésorier.* ***Membres de droit*** *: Anne Epaulard, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi ; Sophie Thibault, ministère de l'Intérieur ; Claude Meidinger, ministère de l'Enseignement supérieur et de la recherche.* ***membres cooptés*** *: Antoine d'Autume, Université Paris 1 ; Cuong Le Van, CNRS ; Richard Portes, CEPR ;* ***membre honoraire*** *: Denise Flouzat*

### *CONSEIL SCIENTIFIQUE :*

*Arnoud Boot * (Université d'Amsterdam) ; Claudio Borio (Banque des règlements internationaux) ; Francesca Cornelli (*London Business School*) ; Carlo Favero * (Bocconi University Milan) ; Patrice Fontaine (EUROFIDAI) ; Thierry Foucault * (HEC Paris) ; Pierre-Olivier Gourinchas * (Université de Berkeley) ; Denis Gromb (INSEAD) ; Jean-Olivier Hairault (*Paris School of Economics*) ; Philipp Hartmann (Banque Centrale Européenne) ; Elyès Jouini (Université de Paris Dauphine) ; Philippe Martin (Sciences Po Paris) ; Franck Portier (*Toulouse School of Economics*) ; Xavier Ragot (CNRS – Banque de France) ; Hélène Rey (*London Business School*) ; Stephen Schaefer * (*London Business School*) ; David Thesmar (HEC Paris) ; Jaume Ventura * (Université Pompeu Fabra).*

** également membre du Comité d'évaluation pour l'attribution des bourses de recherche*

*ENCADRÉ 2*

## *VIIIe* Journées de la Fondation Banque de France pour la recherche, *« les politiques macroéconomiques en temps de crise », 21-22 juin 2010 à Paris*

*Les VIIIe Journées de la* Fondation Banque de France pour la recherche *se sont déroulées les 21 et 22 juin 2010 au palais Brongniart à Paris. Elles portaient cette année sur le thème des « politiques macroéconomiques en temps de crise ». Le programme de ces « Journées » ainsi que les papiers présentés sont accessibles sur le site de Fondation au lien suivant :* http://www.banque-france.fr/fondation/gb/journees/historique/2010/programme-VIIIth-journees-of-the-Foundation-Banque-de-France.htm

*Ces « Journées » permettent de présenter publiquement les projets de recherche ayant reçu un soutien financier de la Fondation à l'issue de sa procédure très sélective d'appels d'offres.*

*Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France et président de la Fondation, a introduit les « Journées » en analysant les récentes interventions de l'Eurosystème sur le marché obligataire de la zone euro dans un contexte de crise souveraine afin d'assurer un bon fonctionnement des mécanismes de transmission (voir son intervention sur le lien :* http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2010/2010-21-06-politiques-macroeconomiques-en-periode-de-crise.pdf*).*

*La première session de la conférence a été consacrée à la gestion de la liquidité en temps de crise et aux rôles des banques centrales. Dans son papier co-écrit avec Denis Gromb (INSEAD), Dimitri Vayanos (London School of Economics) a mis l'accent sur le rôle des contraintes financières auxquelles sont exposés les arbitragistes sur les marchés financiers et leurs incidences sur les stratégies d'investissement et le prix des actifs. De son côté, Gara Afonso (Banque fédérale de New York) a présenté une analyse des risques de liquidité et de leurs implications systémiques à partir des flux financiers circulant dans les systèmes de paiement de gros montant en temps réel.*

*La deuxième session était consacrée à la politique monétaire. Le papier de Pierre Gosselin (Université de Grenoble), Aileen Gosselin-Lotz et Charles Wyplosz (*Graduate Institute *Genève) analyse le niveau de transparence que les banques centrales doivent adopter pour la publication des prévisions des taux d'intérêt dans un contexte d'asymétries d'information. Il montre en particulier que la transparence est optimale sauf dans certaines configurations où, au contraire, elle produit une information erronée au secteur privé. Carl Walsh (*University of California, *Santa Cruz) modélise quant à lui les frictions sur le marché du travail et évalue leurs implications pour la politique monétaire optimale.*

*La troisième session était dédiée aux politiques économiques dans l'économie mondiale. Giancarlo Corsetti (*European Institute, *Florence) a exposé les résultats d'une analyse empirique portant sur les multiplicateurs fiscaux, qui mesurent l'impact d'une augmentation des dépenses publiques sur l'activité économique. Il a indiqué que si ces impacts sont positifs mais faibles en temps normal, ils peuvent prendre des valeurs très élevées en période de crise financière. Isabelle Méjean (FMI et École polytechnique) a apporté des éclairages nouveaux sur la mesure des élasticités de substitution entre biens domestiques et étrangers. En pratique, elle montre que la valeur de ces élasticités est environ deux fois plus élevée lorsqu'elle est calculée à partir de données sectorielles plutôt qu'à partir de données agrégées. Ester Faïa (Université de Francfort) a examiné quant à elle les effets de la mondialisation. Elle conclut que la sensibilité de l'inflation domestique aux facteurs extérieurs s'est accrue au cours de la dernière décennie. Enfin, sur la base d'une analyse historique de crise de la livre sterling dans les années 1930, Marc Flandreau (*Graduate Institute, *Genève) a considéré comme économiquement viable la coexistence durable de plusieurs monnaies internationales. Il s'est ainsi opposé à la thèse selon laquelle une seule monnaie internationale devrait s'imposer simplement parce qu'elle est utilisée par un nombre plus grand d'agents économiques (phénomène d'« externalités de réseau »).*

# La politique de cohésion et les nouveaux États membres de l'Union européenne

**Anna KELBER**
*Direction des Études et des Relations internationales et européennes*
*Service des Relations européennes*

*La politique de cohésion économique et sociale, politique de solidarité communautaire, s'est développée de manière progressive, complétant la réalisation du marché intérieur, pour devenir le premier poste de dépense de l'Union européenne (308 milliards d'euros) de la période budgétaire actuelle (2007-2013). Ses principaux bénéficiaires ont évolué au fil des élargissements : après l'Italie, la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et les nouveaux* Länder *d'Allemagne de l'Est, ce sont désormais les nouveaux États membres (NEM) d'Europe centrale et orientale qui en sont les premiers bénéficiaires. Des dispositifs particuliers ont été mis en œuvre afin de permettre aux NEM d'optimiser la consommation des fonds alloués.*

*Établir un bilan économique de la politique de cohésion économique et sociale est difficile : son objectif n'est pas sans ambiguïté ; l'appréciation des résultats diverge selon la méthode d'évaluation choisie et il est malaisé d'en isoler les effets directs. En première analyse, le diagnostic « convergence globale – divergence locale » rassemble une relative majorité : les fonds européens ont favorisé la convergence entre États membres mais non à l'intérieur des États membres, les divergences entre régions d'un même État ne s'étant pas réduites.*

*La politique de cohésion économique et sociale est ainsi confrontée à un dilemme entre efficacité – qui suppose une allocation des fonds vers des activités géographiquement concentrées, afin de profiter des externalités positives résultant d'effets d'agglomération – et équité, dans une optique plus générale d'aménagement du territoire de l'Union.*

*Les interrogations actuelles quant à l'orientation future de la politique de cohésion sont en partie liées à ces difficultés. Elles portent notamment sur le champ des bénéficiaires, le degré de décentralisation pour l'allocation des fonds et le ciblage sur quelques priorités stratégiques en lien avec une stratégie de Lisbonne renouvelée par la stratégie UE 2020.*

Mots-clés : Fonds structurels, politique de cohésion, nouveaux États membres

Codes JEL : H50, O11, R11

*NB : L'auteur remercie Sandrine de Guio, Marjorie Jouen et Stéphane Saurel pour des discussions fructueuses lors de son stage à la Direction générale du Trésor en 2006, ainsi que Iwona Kuczma, Lilianna Adamczak et Stéphane Puchala (Mission économique de Varsovie) et Eduardo Barreto (Commission européenne, DG Regio) pour lui avoir donné leurs impressions sur l'absorption des fonds de la politique de cohésion dans les nouveaux États membres.*

Dans le contexte actuel de réflexion approfondie sur la structure du budget 2014-2020 de l'Union européenne (UE), la politique de cohésion économique et sociale, politique de solidarité de l'Union, fait l'objet de multiples débats. Les interrogations concernent à la fois la détermination des bénéficiaires de cette politique (uniquement les pays et régions les plus en retard de développement ou toutes les régions de l'UE ?), le degré de décentralisation pour l'allocation des fonds (États ou régions ?) et la détermination des priorités pour l'allocation.

Il peut être dès lors utile de retracer l'évolution d'une politique de cohésion peu à peu devenue la politique la plus coûteuse, de tenter d'en dresser un bilan économique et enfin, de présenter les orientations en discussion pour son avenir alors que l'actuelle crise économique et financière, qui a contribué au reflux des capitaux internationaux et notamment européens placés en Europe centrale et orientale, a rappelé la nécessité de transferts de fonds importants vers ces pays.

# I| Une montée en puissance confrontée en 2004 au défi de l'élargissement

## I|1 La politique de cohésion est une politique de solidarité de l'Union qui s'est développée de manière progressive

### Les étapes du développement de la politique de cohésion : une construction par strates

Même si le Traité de Rome ne mentionne pas directement la politique régionale, la « cohésion économique et sociale » et la « solidarité » y sont invoquées comme buts des États membres de la Communauté (aujourd'hui art. 2 et 3 TUE). Le Traité de Rome crée aussi le Fonds social européen (FSE), premier fonds structurel à voir le jour, qui doit permettre « d'améliorer les possibilités d'emploi des travailleurs et [...] contribuer au relèvement de leur niveau de vie » (aujourd'hui art. 162 TFUE). Le FSE est un outil financier de la stratégie européenne pour l'emploi et a pour but de promouvoir l'emploi et de lutter contre le chômage. La création du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA, dont la section « orientation » était alors considérée comme un fonds structurel), qui cofinance des opérations en faveur du monde rural, suit dès 1962. Signalons que la Banque européenne d'investissement (BEI), aussi créée par le Traité de Rome, se voit assigner pour première mission le renforcement de la cohésion économique et sociale. Elle inscrit son action dans les priorités de la Commission et octroie des prêts (remboursables) qu'elle oriente vers des investissements conformes aux objectifs de l'Union.

Après le premier élargissement (1973), et le constat de disparités régionales importantes au sein de la Communauté, le Fonds européen de développement régional (FEDER) est mis en place en 1975. Il a pour mission de corriger les principaux déséquilibres régionaux dans la Communauté en cofinançant des investissements productifs sur le marché du travail, en matière d'infrastructures ou de développement local. Mais si ses objectifs sont de combler le retard structurel de certaines régions et de lutter contre la désindustrialisation, il permet également au Royaume-Uni, dont les zones en déclin industriel sont parmi les premiers bénéficiaires du FEDER, d'obtenir une diminution de sa contribution nette au budget de la Communauté. Le FEDER profite aux régions en retard, c'est-à-dire celles dont le PIB est inférieur à 75 % de la moyenne communautaire. En outre, dans les années 1980, des programmes intégrés méditerranéens visent à combler le retard de l'Espagne et du Portugal.

Cependant, ce n'est qu'en 1985, avec l'Acte unique européen, que la politique régionale devient une politique à part entière de l'Union, ayant vocation à accompagner la réalisation du marché intérieur. Le nouveau titre V du TCE (aujourd'hui titre XVIII TFUE) est dédié à la cohésion économique et sociale : « afin de promouvoir un développement harmonieux de l'ensemble de la Communauté, celle-ci développe et poursuit son action tendant au renforcement de sa cohésion économique et sociale. En particulier, la Communauté vise à réduire l'écart entre les niveaux de développement des diverses régions et le retard des régions ou îles les moins favorisées » (art. 158 TCE devenu art. 174 TFUE). Selon la volonté de Jacques Delors, alors président de la Commission, la stimulation de la concurrence et le développement du libre-échange sont ainsi complétés par un volet redistributif et social à dimension géographique,

afin d'assurer « l'équilibre entre la fonction du marché [...] et la régulation » comme il le souligne dans ses Mémoires.

En 1992 est créé l'IFOP (Instrument financier d'orientation de la pêche), quatrième fonds structurel ; cette année voit aussi la création du fonds de cohésion, destiné à financer des projets améliorant l'environnement et les infrastructures de transport dans les États membres dont le PIB par habitant est inférieur à 90 % de la moyenne communautaire, qui ont mis en place un programme visant à satisfaire les critères économiques de convergence fixés dans l'article 104 du TCE et qui ont un déficit public inférieur à un plafond autorisé. Ainsi se trouve complétée l'architecture de la politique de cohésion. Au volet « régional » de cette politique, alimenté par les quatre fonds structurels, auxquels seules les régions pauvres ou défavorisées (au sens de la Commission) des pays de l'UE peuvent émarger, sur la base d'un certain nombre de critères ou d'objectifs, s'ajoute ainsi un volet « national », alimenté par le fonds de cohésion, attribué selon des critères nationaux et non régionaux.

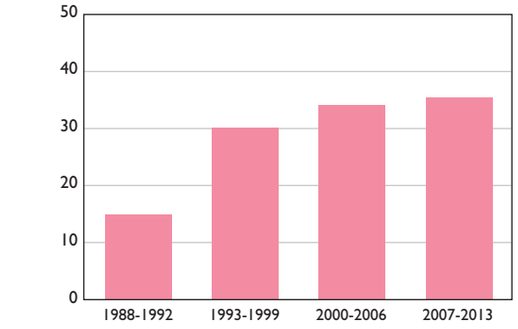
Quatre principes d'intervention régissent l'utilisation des instruments financiers de la politique de cohésion :

• principe de concentration : repérer et délimiter des pôles, des territoires pour éviter un saupoudrage coûteux et inefficace ;

• principe de programmation : intégrer les actions communautaires dans des programmes cohérents de développement pluriannuels gérés de manière décentralisée ;

**Graphique 1 La part de la politique de cohésion dans le budget communautaire**

*(% des dépenses du budget communautaire)*




*Source : Commission européenne*

• principe de partenariat : mieux associer les collectivités locales et régionales, les partenaires sociaux et économiques et tous les organismes compétents à la définition des priorités de développement, à l'appréciation, au suivi et à l'évaluation des actions ;

• principe d'additionnalité : les fonds structurels ne sont pas une substitution aux dépenses structurelles des États membres, mais un ajout (le cofinancement doit être en moyenne de 25 % du coût total des investissements).

Depuis la réforme de 2007, deux principes s'y ajoutent. Selon le principe de proportionnalité, les règles d'éligibilité nationales remplacent les règles communautaires et une confiance accrue est faite aux systèmes de contrôle des États membres lorsqu'ils sont le principal contributeur financier des programmes de développement. De même, la gestion des interventions est modifiée, dans le sens d'une concertation accrue

**ENCADRÉ**

### Les trois objectifs de la politique de cohésion 2007-2013

*• L'objectif 1 « convergence » vise à accélérer la convergence des États membres et des régions les moins développés par l'amélioration des conditions de croissance et d'emploi.*
*• L'objectif 2 « compétitivité régionale et emploi » vise à renforcer la compétitivité, l'emploi et l'attractivité des régions, en dehors de celles qui sont les moins favorisées ; il intervient dans les secteurs de l'innovation, du développement durable, de l'accessibilité et de la formation. Cet objectif est horizontal, puisqu'ouvert à l'ensemble des territoires qui ne sont pas dans les régions de « convergence ». Il n'y a plus de zonage, ce qui autorise une plus grande marge de manœuvre au niveau local.*
*• L'objectif 3 « coopération territoriale européenne » est destiné à renforcer la coopération aux niveaux transfrontalier, transnational et interrégional en promouvant des solutions communes pour des autorités voisines dans les domaines du développement urbain, rural et côtier, le développement des relations économiques et la mise en réseau des PME. À cette fin, est créé un Groupement européen de coopération transfrontalière (GECT), instrument juridique ayant essentiellement un rôle d'assistance technique.*

entre les autorités européennes et les autorités des États membres, avec l'accent mis sur les autorités régionales et locales et les zones urbaines (principe de subsidiarité).

Avec ce développement progressif de la politique de cohésion, la charge financière s'est considérablement accrue ; ainsi, son poids dans le budget de l'UE est passé de 15,1 % dans les perspectives financières 1988-1993 à 35,7 % dans les perspectives financières 2007-2013, devenant même le premier poste de dépense de l'UE (308 milliards d'euros), devant la politique agricole commune.

## La réforme de la politique de cohésion pour la période de programmation 2007-2013 : une approche « stratégique », centrée sur la stratégie de Lisbonne

La réforme de la politique de cohésion, entrée en vigueur avec la période de programmation 2007-2013, a notamment visé à répondre aux critiques de saupoudrage et d'incohérence dans le ciblage des financements et des actions.

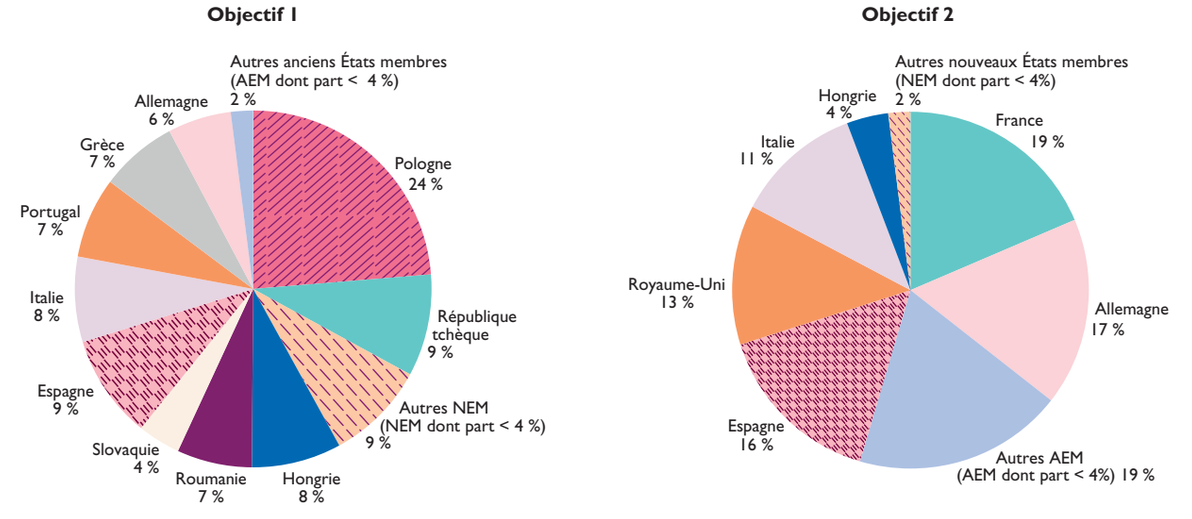
En effet, depuis cette réforme, cette politique comprend trois grands objectifs, ciblés sur la stratégie de Lisbonne [1] : la convergence, la compétitivité régionale et l'emploi et la coopération territoriale européenne.

De plus, la politique de développement rural et la politique communautaire de la pêche ne relèvent plus de la politique de cohésion : pour des raisons d'affichage et de bonne coordination entre les directions générales de la Commission, d'anciens fonds de soutien à la pêche (IFOP, remplacé à partir de 2007 par le FEP) et au soutien agricole (FEOGA-Orientation, remplacé à partir de 2007 par le Fonds européen agricole pour le développement rural, FEADER) ne sont plus considérés comme des instruments de la politique de cohésion depuis 2007 [2].

L'objectif « convergence » est de loin l'objectif le plus important puisqu'il mobilise plus de 80 % de l'enveloppe financière consacrée à la politique de cohésion. Même si, pendant la période de programmation actuelle, les NEM en sont les bénéficiaires majoritaires, certains anciens États membres ont pu conserver des crédits importants grâce aux mécanismes de *phasing out* (les régions qui, auparavant bénéficiaires, dépassent 75 % de la moyenne du PIB par habitant pour des raisons statistiques en 2007-2013, bénéficient d'un financement transitoire, spécifique et dégressif) et de *phasing in* (soutien transitoire pour les régions

**Graphiques 2 Grands bénéficiaires des objectifs 1 et 2 pour la période 2007-2013**

*(en euros)*



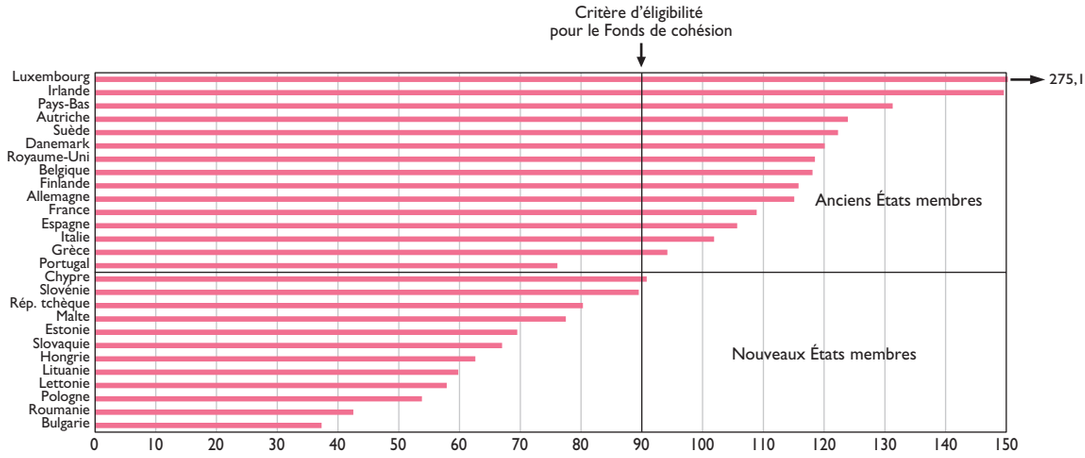

*Source : Commission européenne*

1 *Pour les objectifs 1 « convergence » et 2 « compétitivité régionale et emploi », les 15 anciens États membres de l'UE doivent consacrer 60 % voire 75 % du financement total à des interventions visant la recherche et l'innovation, la société de l'information et le développement durable.*

2 *Si le FEADER conserve certaines particularités des fonds structurels (règle du dégagement d'office, notions d'engagement et de paiement), il hérite aussi de certaines règles du FEOGA-Garantie qui le distinguent des fonds structurels (cf. la nécessité de disposer d'un organisme de paiement agréé).*

**Graphique 3 Niveau de PIB par habitant en standards de pouvoir d'achat (SPA) (2007)**

*(en % de la moyenne communautaire)*




*Source : Eurostat*

relevant de l'objectif 1 durant la période 2000-2006 mais qui ne répondraient plus aux critères d'éligibilité même si l'UE était restée à 15 États membres).

16 % de l'enveloppe financière sont consacrés à l'objectif « compétitivité régionale et emploi », objectif qui devrait encourager les régions à participer activement à la réalisation des objectifs de Lisbonne.

## 1|2 Le processus d'élargissement de l'UE de 2004 et de 2007 a constitué un défi sans précédent pour la politique de cohésion

### Un défi sans précédent pour la politique de cohésion

Avec les élargissements de 2004 et 2007, la proportion de la population vivant dans des États ayant un PIB par tête de moins de 75 % de la moyenne communautaire est passée de 19 % à 27 %. Les NEM se sont vu accorder plus de 150 milliards d'euros sur les 308 milliards d'euros alloués à la politique de cohésion pour 2007-2013 (la Pologne à elle seule devait recevoir 59,6 milliards d'euros, la République tchèque 23,7 milliards d'euros et la Hongrie 22,4 milliards d'euros). Ils sont surtout bénéficiaires du nouvel objectif « convergence » qui vise à accélérer la convergence des États membres et des régions les moins développés par l'amélioration des conditions de croissance et d'emploi. Cet objectif, auquel plus de 81 % des crédits de la politique de cohésion sont alloués, bénéficie pour 61 % aux NEM (ils recevront 129,5 milliards d'euros à ce titre).

Cette forte augmentation de l'allocation de fonds aux NEM leur a toutefois posé un problème de « capacité d'absorption », jugée faible en raison de leurs capacités administratives limitées. De ce fait, l'application de la règle de dégagement d'office des crédits non consommés à « n + 2 » (depuis 2000, toute part de crédits engagés au plan communautaire de l'année n et non justifiés par des dépenses à la date du 31 décembre de l'année n + 2 était perdue ; elle n'était réallouée ni au programme concerné, ni au pays concerné) aurait entraîné une forte sous-consommation des crédits.

**Politique de cohésion 2007-2013 : allocations financières indicatives**

*(en millions d'euros)*

| | Objectif 1 (« convergence ») | | Objectif 2 (« compétitivité régionale et emploi ») | | Objectif 3 (« coopération territoriale européenne ») | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Fonds de cohésion | Convergence | *Phasing in* | Compétitivité régionale et emploi | | en montant | en % du PIB (2008) |
| Pologne | 19 562 | 39 486 | | | 650 | 59 698 | 16,5 |
| République tchèque | 7 830 | 15 149 | | 373 | 346 | 23 697 | 16,0 |
| Hongrie | 7 589 | 12 654 | 1 865 | | 344 | 22 452 | 21,3 |
| Roumanie | 5 769 | 11 143 | | | 404 | 17 317 | 12,6 |
| Slovaquie | 3 433 | 6 231 | | 399 | 202 | 10 264 | 15,8 |
| Lituanie | 2 034 | 3 965 | | | 97 | 6 097 | 18,9 |
| Bulgarie | 2 015 | 3 873 | | | 159 | 6 047 | 17,7 |
| Lettonie | 1 363 | 2 647 | | | 80 | 4 090 | 17,7 |
| Slovénie | 1 239 | 2 407 | | | 93 | 3 739 | 10,0 |
| Estonie | 1 019 | 1 992 | | | 47 | 3 058 | 19,3 |
| Malte | 252 | 495 | | | 14 | 761 | 13,2 |
| Chypre | 194 | | 363 | | 25 | 581 | 3,4 |

*Source : Commission européenne*

## Les NEM ont amélioré leur consommation des fonds

### Des dispositifs particuliers visent à permettre aux NEM de mieux consommer les fonds alloués

Afin d'améliorer la qualité des projets financés par les fonds structurels et de favoriser le recours à l'ingénierie financière, trois nouvelles initiatives ont été lancées à la mi-2006. Elles visent à faciliter l'accès au financement des PME, à apporter des solutions à des problèmes de financement de projets d'aménagement et de développement urbains et à assister techniquement la préparation de grands projets dans les régions européennes. Ces initiatives se sont accompagnées d'une coopération importante avec des institutions financières internationales (BEI, BERD, Banque de développement du Conseil de l'Europe, Fonds européen d'investissement). Il s'est agi aussi de suppléer à la faiblesse de la maîtrise d'ouvrage des projets et au manque d'expertise de l'administration dans les NEM.

De même, la règle « n + 2 », le dégagement d'office des crédits non consommés dans l'année n + 2, a été assouplie sur la période 2007-2013 pour les pays bénéficiaires du Fonds de cohésion (NEM, Grèce et Portugal), le dégagement des crédits intervenant en « n + 3 ».

### La consommation des fonds dans les NEM s'est améliorée de manière substantielle

En 2004 et en 2005, les NEM ont consommé seulement 16 % de leur enveloppe pour 2004-2006 [3]. Cependant, le taux de consommation dans les NEM s'est amélioré en 2006 et en 2007, avec des crédits de paiement en leur faveur de 33 milliards d'euros en 2006 et de 41 milliards d'euros en 2007 (les 41 milliards pour 2007 comprennent 34 milliards pour la période 2000-2006 et 7 milliards issus de la programmation budgétaire de la période 2007-2013).

Selon des données plus récentes de la Commission européenne, fin 2009, la proportion des paiements intérimaires rapportés aux engagements faits pour la période 2007-2013 était supérieure à la moyenne de l'UE-27 (25,35 %) dans tous les NEM sauf en République tchèque (24,8 %). La Lituanie (47,91 %) et l'Estonie (41,48 %) affichaient des performances particulièrement bonnes alors que la Slovénie (27,29 %) et la Hongrie (28,59 %) ou la Bulgarie (29,24 %) étaient plus proches de la moyenne de l'UE-27. Ce bilan très positif est moins favorable concernant la proportion des montants engagés par rapport aux montants (initialement) approuvés : les NEM d'Europe centrale et orientale se situent tous en dessous de la moyenne de l'UE-27 (à un peu plus de 40 %), le pays le moins performant étant la Roumanie (26 % à la mi-2010).

3 *On a pu constater la meilleure consommation en Estonie (28,2 %) et en Slovénie (27,1 %), avec des performances au-dessus de la moyenne en Lituanie, en Lettonie et en Hongrie, alors que Chypre et la République tchèque ont un taux d'absorption très faible.*

Les NEM semblent donc avoir fait des progrès variables dans la gestion des programmes. Comme la Commission le constate dans son quatrième rapport sur la cohésion de 2007, l'Estonie et la République tchèque notamment ont accompli de grands progrès en termes de collecte et de suivi des données, et de définition d'indicateurs, de bases de référence et d'objectifs. En outre, des mesures pour renforcer les structures administratives en charge de la gestion des fonds ont été prises, entre autres grâce à l'initiative d'assistance technique, JASPERS, dont les ressources ont été augmentées de 25 % à partir de 2009 (Commission européenne, 2010). Par exemple, en Pologne, une réforme du code des marchés publics simplifiant les procédures de recours, relevant le seuil d'appels d'offres obligatoire et renforçant la transparence des procédures, a été votée en octobre 2006. De plus, un ministère du développement régional y a été créé pour se charger de la mise en œuvre et de la coordination de la politique de cohésion.

Au total, s'est mis progressivement en place un dispositif ambitieux et évolutif, témoignant d'une politique volontariste des autorités européennes. Des transferts considérables ont été initiés : entre 1988 (« Paquet Delors I » : début des perspectives financières pluriannuelles) et 2007, 480 milliards d'euros environ ont été alloués aux régions et aux États les plus pauvres. Sur cette période, les principaux bénéficiaires de la politique de cohésion ont été la Grèce (42,6 %), le Portugal (35,2 %), l'Irlande (26,7 %), les nouveaux *Länder* d'Allemagne de l'Est (18,9 %), l'Italie (Mezzogiorno, 17,4 %) et l'Espagne (14,7 %). Aujourd'hui, les NEM d'Europe centrale et orientale sont devenus les principaux bénéficiaires de la politique de cohésion.

# 2| Un bilan contrasté mais des perspectives prometteuses

Eu égard aux montants considérables engagés par l'UE, la question de l'efficacité de la politique de cohésion est primordiale en dépit des difficultés méthodologiques importantes. On est en droit de penser toutefois que le bilan est, au moins en partie, positif et que la cohésion continue de nécessiter une politique ambitieuse, dans un contexte marqué par les effets de la crise économique.

## 2|1 Des problèmes méthodologiques d'évaluation

Outre une ambiguïté quant à l'objectif de la politique de cohésion, sa contribution au processus de convergence est difficile à démontrer et dépend de la méthode d'évaluation choisie (El Ouardighi et Kahn, 2004).

En effet, l'article 158 du TCE affiche comme objectif la « cohésion économique et sociale » alors que les institutions communautaires utilisent volontiers le terme « convergence », et si la « cohésion économique et sociale » est l'objectif affiché de la politique régionale, c'est au moyen d'un critère de convergence économique qu'on juge de son efficacité. Or ces deux concepts ne se recoupent pas entièrement. Ainsi, la convergence (en termes de niveau de vie) peut se définir comme une réduction des inégalités (de revenus notamment) quand la cohésion (économique mais aussi sociale ou culturelle) est la solidarité entre les différentes parties d'un tout assurant l'homogénéité de l'ensemble. Leurs objectifs ne sont donc pas nécessairement identiques.

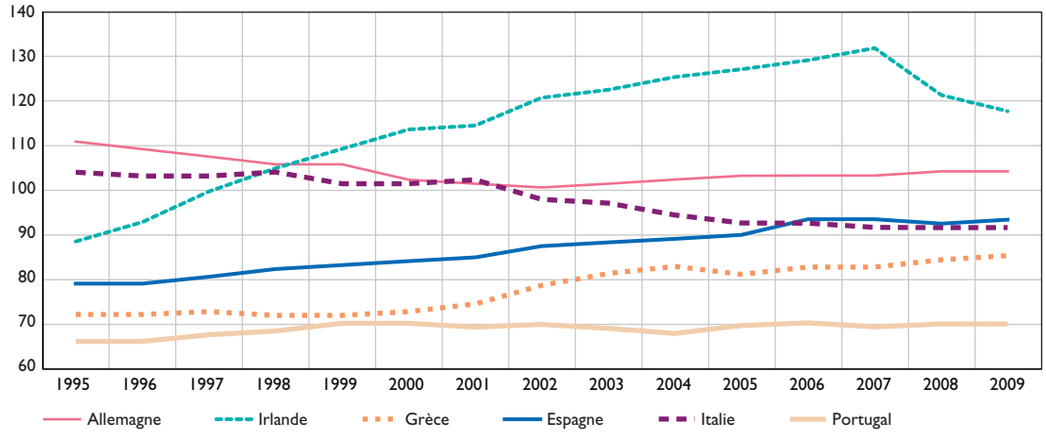
En outre, il est très difficile de séparer l'impact de la politique de cohésion de l'impact des autres politiques publiques sur la convergence des régions et des États (Fayolle, 2000). Selon les modèles d'évaluation utilisés, on peut parvenir à des résultats très différents (Ederveen *et al.*, 2002) [4].

Enfin, les mesures de la convergence soulèvent des problèmes de méthodologie. Servant de critère d'attribution pour l'objectif « convergence » de la politique de cohésion ainsi que pour le fonds de cohésion, le calcul du PIB pose des problèmes au niveau régional (la répartition de la valeur ajoutée est difficilement mesurable au niveau régional, notamment pour les activités de service à forte valeur ajoutée – activités financières par exemple). De plus, le PIB par tête n'est pas un indicateur pertinent de la richesse effectivement disponible sur un territoire, qui intègre aussi les revenus de transfert (Gaubert, 2004). Ainsi, l'adjonction d'autres

4 *Le modèle HERMIN, un modèle macroéconomique de fondement keynésien spécialement conçu pour évaluer l'impact des cadres communautaires d'appui par la Commission européenne (cf. Jouen, 2001), tend à fournir une appréciation flatteuse de l'impact à court terme quand le modèle QUEST ou le modèle économétrique du CPB, l'équivalent de l'INSEE aux Pays-Bas, reposant sur des postulats non keynésiens, donnent des résultats plus modestes à plus long terme (Magnier, 2004). Les modèles d'équilibre général (DSGE), pour leur part, ne peuvent évaluer que l'effet potentiel de la politique de cohésion et leurs résultats dépendent d'hypothèses très incertaines concernant la productivité des politiques de formation ou d'investissement en infrastructures (Varga et in't Veld, 2009).*

**Graphique 4 Évolution du PIB par tête en SPA des principaux bénéficiaires de la politique de cohésion parmi les anciens États membres**

*(moyenne UE-15 = 100)*




*Source : Eurostat*

indicateurs (par exemple l'espérance de vie, le niveau du chômage de longue durée ou les causes de décès) pourrait permettre d'obtenir une vision plus satisfaisante de la situation relative d'une région en termes de bien-être et de mesurer ainsi la cohésion sociale dans un sens plus large (Grasland et Hamez, 2004).

## 2|2 « Convergence globale – divergence locale »

Malgré ces problèmes méthodologiques, les fonds de la politique de cohésion ont contribué à faire converger le niveau de PIB par habitant des pays de l'Union européenne. Ce constat est partagé par la Commission européenne [5] et par Eurostat [6] mais aussi par d'autres économistes (Martin, 1999 ; Sapir, 2004 ; Martin, 2005), ces derniers soulignant toutefois que les résultats sont très inégaux (l'Irlande aurait ainsi davantage profité de la politique de cohésion que la Grèce).

Cependant, les inégalités persistent et tendent même parfois à se creuser entre les régions d'un même pays. Les disparités interrégionales de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat au sein de l'UE-15 ont en effet augmenté entre 1994 et 2000 (l'écart-type était de 28,9 en 2000, cf. Pouvelle, 2005). Tant dans les nouveaux États membres que dans les pays de l'UE-15, la forte divergence de développement entre régions s'expliquerait surtout par le dynamisme de la croissance des régions-capitales. Entre 2001 et 2006, les différences les plus importantes apparaissent aux Pays-Bas, en Slovaquie et au Royaume-Uni, où le PIB par habitant de la région la plus dynamique et de la région dont la croissance a été la plus faible s'est écarté d'environ 30 % de la moyenne de l'UE-27 ; en revanche, l'Irlande et la Slovénie, États de plus petite taille, ont des disparités interrégionales beaucoup plus faibles, avec un écart entre les régions de 0,2 et 0,4 point de pourcentage respectivement (Eurostat, 2009). La Commission européenne [7] souligne cependant l'existence d'une convergence régionale : entre 1995 et 2004, le nombre de régions au PIB par habitant inférieur à 75 % de la moyenne de l'UE aurait baissé de 78 à 70 et celui des régions au PIB inférieur à 50 % de la moyenne de l'UE serait tombé de 39 à 32.

5 *Dans son deuxième rapport sur la cohésion (2001), la Commission constate que « sur la période 1989-1999, l'augmentation du PIB imputable aux interventions structurelles a eu des effets importants en Grèce et au Portugal ». Elle confirme cette convergence en 2004 : « les interventions structurelles ont stimulé la croissance dans les pays de la cohésion à la fois en augmentant la demande et en renforçant le côté de l'offre dans l'économie. Ainsi, au Portugal, on estime que le PIB a été en 1999 supérieur d'environ 4,5 % à ce qu'il aurait été en l'absence d'intervention ». Enfin, en 2006, elle met en avant que les meilleurs résultats en termes de croissance entre 2000 et 2004 « concernaient essentiellement les États membres les moins prospères, en particulier les pays baltes et la Slovaquie, mais également la Grèce et l'Irlande, ainsi que les pays adhérents de Roumanie et de Bulgarie ». En 2007 (quatrième rapport sur la cohésion), la Commission constate qu'entre 1995 et 2005, la Grèce a réduit son écart avec le reste de l'UE-27 en poussant son PIB par habitant de 74 % à 88 % de la moyenne de l'UE-27 en 2005 et que sur la même période, le PIB par habitant de l'Espagne et de l'Irlande est passé de respectivement 91 % et 102 % à 102 % et 145 % de la moyenne de l'Union.*

6 *Eurostat, Économie et Finances, Statistiques en bref, 17/2006 : l'écart entre les valeurs extrêmes du PIB par habitant des États membres de l'Union européenne s'est réduit de 14,3 en 2001 à 12,8 en 2003.*

7 *Commission européenne, quatrième rapport sur la cohésion, 2007*

## 2|3 Explications économiques

### L'arbitrage « équité-efficacité » ?

Une croissance nationale forte peut exiger la concentration des activités économiques dans la région du centre, au détriment de la périphérie retardataire, imposant un choix entre les objectifs d'équité et d'efficacité. Ce choix aurait été empiriquement confirmé pour l'Irlande (Bode *et al.*, 2003) et pour l'Espagne (de la Fuente et Vives, 1995). De même, selon de nombreux économistes, les nouveaux États membres de l'Union, s'ils souhaitent un rattrapage rapide, devraient diriger les investissements vers les zones qui ont des économies d'échelle plus élevées, au risque d'accroître les inégalités régionales : l'amélioration des infrastructures dans les régions les plus développées incitant les entreprises et la main-d'œuvre à quitter les régions pauvres et à s'installer dans les régions plus riches (Moreno, Lopez-Bazo, Artis, 2006).

Sur un plan théorique, le diagnostic « divergence locale » s'explique avec le modèle centre-périphérie (Krugman, 1991), qui décrit la tension entre les forces de dispersion liées à l'existence de coûts de transport des biens et les forces d'agglomération liées à la taille des marchés et à l'existence d'économies d'échelle dans le processus de production : lorsque les coûts de transport sont relativement faibles (et l'investissement des fonds structurels en infrastructures diminue les coûts de transport), les forces d'agglomération dominent et les déséquilibres régionaux sont renforcés.

### L'importance du cadre macroéconomique

Des études montrent que l'efficacité de la politique régionale est largement dépendante du cadre macroéconomique dans lequel elle s'inscrit. Le succès de la cohésion est notamment conditionné au degré d'ouverture internationale du pays concerné (Bradley, 2001 ; Bradley et Untiedt, 2001). Ainsi, la politique d'ouverture de l'Irlande (en 2008, le ratio exportations/PIB de l'Irlande était de 84 %) expliquerait l'impact bien plus positif des fonds structurels que dans le cas de la Grèce qui avait un ratio d'exportations/PIB de 24 % en 2008.

La bonne coordination de la politique de cohésion avec les autres politiques sectorielles communautaires et les politiques nationales est également nécessaire à son efficacité. Ainsi, selon le rapport ESPON [8] de 2005, « le montant des ressources des fonds structurels attribué à un pays a de l'importance relativement aux effets de levier que les fonds structurels ont sur les politiques régionales nationales » et « les effets des politiques régionales nationales, dans une large mesure, peuvent être considérés avec les effets des fonds structurels – à savoir que les effets des politiques régionales nationales peuvent être considérés comme les effets de levier/indirects des fonds structurels » (ESPON, 2005).

## 2|4 La période de programmation 2014-2020 dans le contexte d'après-crise

La politique de cohésion conserve sa pertinence dans un contexte économique heurté, ce constat ayant conduit la Commission à adapter les procédures. De même, dans un environnement incertain, les objectifs doivent être redéfinis. C'est, en somme, toute l'orientation de la politique de cohésion qui pourrait être repensée.

### L'adaptation à la crise économique et financière

En novembre 2008, face à la crise financière, la Commission a pris plusieurs mesures visant à simplifier les procédures d'octroi des fonds et à permettre aux régions de dépenser les crédits d'engagement de la période 2000-2006 qui devait se clôturer fin 2008 :

– une allocation de 6,25 milliards d'euros supplémentaires aux États membres qui bénéficient des fonds structurels ;

– la prolongation des délais pour dépenser les crédits alloués à la plupart des programmes opérationnels pour lesquels les fonds n'avaient pas été utilisés en totalité pour la période 2000-2006 ;

– l'accélération du décaissement des grands projets, *via* un allégement de la procédure d'acceptation par la Commission.

De même, en juillet 2009, la Commission a décidé de porter le remboursement des coûts déclarés par les États à 100 % pour les projets financés par le FSE

8 *ESPON (European Spatial Planning Observation Network) est un programme communautaire lancé sous l'égide de l'initiative INTERREG III.*

en 2009 et en 2010, afin d'accélérer la mise en œuvre de projets en faveur des personnes les plus touchées par la crise, par exemple des projets de formation pour les jeunes ou les chômeurs.

Enfin, début juin 2010, le Conseil des ministres de l'UE a adopté un règlement facilitant l'accès aux fonds structurels. Ce règlement vise à (i) garantir l'accès rapide à ces fonds pour les États membres les plus touchés par la crise : l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie et la Roumanie se verront accorder des avances supplémentaires d'un montant total de 775 millions d'euros ; (ii) améliorer l'absorption des fonds pour certains programmes opérationnels : par voie de dérogation, les délais au dégagement d'office ne s'appliqueront pas aux crédits d'engagement de 2007 ; (iii) simplifier les règles de gestion des fonds, notamment par l'instauration de seuils uniformes pour la définition de grands projets et la création de la possibilité pour un grand projet d'être financé par plus d'un programme.

Ces mesures témoignent de la volonté de faire jouer à la politique de cohésion un rôle contracyclique complémentaire des politiques budgétaires nationales.

## Les interrogations sur l'orientation future de la politique de cohésion

La Commission proposera un budget pour 2014-2020 au Conseil européen de décembre 2010. La politique de cohésion y gardera sans doute une place importante mais son orientation future fait actuellement l'objet de multiples interrogations.

• Vaut-il mieux garder un objectif transversal (actuel objectif 2) qui profite à toutes les régions de l'UE ou se concentrer sur les pays/régions les plus pauvres ? Il est probable qu'à défaut d'augmentation significative des ressources allouées au budget de l'UE, le budget de la politique régionale n'augmentera pas significativement. Dans ce cas, certains considèrent préférable de concentrer les fonds de la politique de cohésion sur les pays/régions les plus pauvres, afin de maximiser leur efficacité (cf. par exemple Sapir, 2003). Mais d'autres estiment qu'il pourrait être utile de créer une distinction plus claire entre les interventions visant la stimulation de la croissance et celles visant la réduction des inégalités, ce qui permettrait également un meilleur suivi et une meilleure évaluation des résultats (Barca, 2009).

• Quel est le degré optimal de décentralisation pour l'allocation des fonds ? D'une part, allouer les fonds aux régions permet de cibler les régions les plus en retard. D'autre part, concentrer les ressources dans les pays en retard et laisser ensuite les États les répartir par région permettrait d'accroître l'efficacité des fonds (Santos, 2008 ; Sapir, 2003), surtout dans les pays avec des régions très pauvres qui ont des ressources fiscales et une capacité administrative limitées (Marinov, Bahloul et Slay, 2006).

• Quel lien entre politique de cohésion et stratégie UE 2020, stratégie succédant à la stratégie de Lisbonne et adoptée par le Conseil européen du 17 juin 2010 ? Cibler les dépenses selon les priorités de la stratégie de Lisbonne/UE 2020 comme cela a été tenté pour la politique de cohésion 2007-2013 semble cohérent puisque les priorités de la stratégie de Lisbonne/UE 2020 ont souvent une dimension européenne et sont de nature à favoriser la croissance (Santos, 2009). Cependant, deux questions restent ouvertes : dans quelle mesure les pays/régions les plus en retard doivent-ils cibler leurs dépenses sur les priorités de la stratégie UE 2020 ? Quel type de dépenses fait ou ne fait pas partie des priorités de Lisbonne/UE 2020 ? Une communication de la Commission sur la contribution de la politique de cohésion à la stratégie UE 2020 ainsi que le cinquième rapport sur la cohésion (publication prévue pour l'automne 2010) pourraient donner un début de réponse à ces questions. Ce débat n'est pas sans rappeler celui qui s'était tenu en 2009 sur les priorités de la nouvelle politique de cohésion : selon un rapport d'avril 2009, rédigé par un groupe d'experts indépendants piloté par Fabrizio Barca, la nouvelle politique de cohésion devrait être plus ciblée sur quelques priorités stratégiques, telles que l'innovation et la lutte contre le changement climatique (dans le cadre d'un objectif d'efficacité économique), la migration et les enfants (dans le cadre d'un objectif de réduction des inégalités) ou les compétences et le vieillissement (où les deux objectifs sont d'une importance similaire).

Politique ancienne, témoignant dès le Traité de Rome de la nécessité de mécanismes de solidarité entre États et régions de l'UE, la politique de cohésion a facilité le rattrapage économique de régions plus pauvres. Même s'il est difficile d'en mesurer l'impact sur la convergence, elle participe d'un ensemble de politiques qui ont manifesté l'engagement des États membres à corriger les déséquilibres régionaux.

Les orientations stratégiques définies par l'Union, qu'il s'agisse de la stratégie de Lisbonne ou de la stratégie UE 2020, ont mis en lumière la question de la cohérence des objectifs horizontaux et des objectifs verticaux. Ce débat, difficile, devrait alimenter les discussions sur la programmation budgétaire 2014-2020.

# Bibliographie

**Lectures citées :**

**Barca (F.) (2009)**
*"An Agenda for a Reformed Cohesion Policy – A place-based approach to meeting European Union challenges and expectations"*

**Bode (E.) *et al.* (2003)**
*"European integration, regional structural change and cohesion : a survey of theoretical and empirical literature",* EURECO Working Paper No. 1, Centre of European Integration Studies

**Bradley (J.) (2001)**
*"Cohesion and Transition : comparing the Irish experience with the prospects of the Central and Eastern European countries",* An expanding Europe? A conference on the enlargement of the European Union (colloque UFSIA-RUCA)

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

**De la Fuente (A.) et Vives (X.) (1995)**
*"Infrastructure and Education as Instruments of Economic Policy: Evidence from Spain"*, Economic Policy, n° 20

**Delors (J.) (2004)**
Mémoires, Plon

**Ederveen (S.), Gorter (J.), Mooji (R.) et Nahuis (R.) (2002)**
*"Funds and Games: The economics of European Cohesion Policy",* CPB Netherlands' Bureau for Economic Policy Analysis

**El Ouardighi (J.) et Kahn (R.) (2004)**
« Les régions et la politique régionale européenne »

**ESPON 2.2.1 (2005)**
« Effets territoriaux des fonds structurels, troisième rapport intermédiaire »

**Eurostat (2009)**
Annuaire régional

**Fayolle (J.) et Lecuyer (A.) (2000)**
« Croissance régionale, appartenance nationale et fonds structurels européens : un bilan d'étape », Revue de l'OFCE, n° 73

**Gaubert (N.) (2004)**
« La politique régionale européenne entre convergence et cohésion : institutionnalisation d'un territoire européen et incertitudes politiques », Convergence et disparités régionales au sein de l'espace européen : les politiques régionales à l'épreuve des faits, XLe Colloque de l'ASRDLF

**Grasland (C.) et Hamez (G.) (2004)**
« Vers la construction d'un indicateur de cohésion territorial européen ? », L'Espace géographique, n° 2

**Jouen (M.) (2001)**
« Comment renforcer la cohésion économique et sociale européenne après 2006 ? », Compte rendu du séminaire EPC – Notre Europe

**Krugman (P.) (1991)**
*"Increasing Returns and Economic Geography",* Journal of Political Economy, vol. 99(3)

**Magnier (P.) (2004)**
« Fonds structurels européens et politiques régionales », Commissariat général du plan, La Documentation française

**Martin (P.) (2005)**
*"The geography of inequalities in Europe"*, Swedish Economic Policy Review, n° 12

**Martin (R.) (1999)**
*"Regional Convergence in the EU : Determinants for Catching Up or Staying Behind",* Review of Regional Research, vol. 19(2)

**Marinov (V.), Bahloul (H.) et Slay (B.) (2006)**
"*Structural Funds and the New Member States: Lessons Learned*", Development and Transition, n° 4

**Pouvelle (C.) (juin 2005)**
« Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 138

**DG Regio (Commission européenne) (2001)**
« L'impact des politiques communautaires sur le territoire et le coût de l'absence de coordination »

**DG Regio (Commission européenne) (2002)**
*"The impact of Member States' policies on cohesion"*

**DG Regio (Commission européenne) (2007)**
Rapports sur la cohésion 2001, 2004, 2006, 2007

**DG Regio (Commission européenne) (2010)**
*"Working towards a New Europe: The role and achievements of Europe's regional policy"*

**Santos (I.) (2008)**
*"Is structural spending on solid foundations?",* Bruegel Policy Brief n° 2

**Santos (I.) (2009)**
*"EU Cohesion Policy : some fundamental questions"* Bruegel Policy Contribution n° 7

**Sapir (A.), Aghion (P.), Bertola (G.), Hellwig (M.), Pisani-Ferry (J.), Rosati (D.), Vinals (J.), et Wallace (H.) (2004)**
*"An Agenda for a Growing Europe"*

**Varga (J.) et in't Veld (J.) (2009)**
*"A model-based assessment of the macroeconomic impact of EU structural funds on the new Member States"*, Economic Papers 371, DG ECFIN, Commission européenne

**Lectures complémentaires :**

**Artis (M.), Banerjee (A.) et Marcellino (M.) (2006)**
*"The Central and Eastern European Countries and the European Union"*, Cambridge University Press

**Brakman (S.), Garretsen (H.), Gorter (J.), van der Horst (A.), Schramm (M.) (2005)**
*"New Economic Geography, Empirics, and Regional Policy"*, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis Working Paper

**Cappelen (A.) et al. (2003)**
*"The impact of EU regional support on growth and convergence in the European Union",* Journal of Common Market Studies, n° 41

**Garcia-Mila (T.) et McGuire (T.) (2001)**
*"Do Interregional Transfers Improve the Economic Performance of Poor Regions? The Case of Spain"*, International Tax and Public Finance, n° 8

**Gourault (J.) et François-Poncet (J.) (2006)**
« Politique régionale européenne pour 2007-2013 : les enjeux de la réforme pour les territoires », Rapport du Sénat

**Griesbeck (N.) (2006)**
Document de travail relatif à l'évaluation des impacts des actions structurelles sur l'emploi, la qualité de vie et les infrastructures. Indicateurs pertinents, Commission des budgets, Parlement européen

**Jouen (M.) (2004)**
« Le futur budget européen : la renationalisation est-elle évitable ? », Pouvoirs Locaux, n° 60

**Martin (P.) (1999)**
*"Are European regional policies delivering?",* EIB Papers, vol. 4, n° 2

**Tarschys (D.) (2003)**
*"Reinventing Cohesion: The Future of European Structural Policy",* SIEPS Report n° 17, SIEPS

**OCDE (2004)**
« Quel futur pour la politique régionale ? », Étude économique de la zone euro

# STATISTIQUES

## Situation économique générale


| | | |
|---|---|---|
| 1 | Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France | S3 |
| 2 | Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (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 | Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – 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 comptable) | S12 |


## Monnaie, placements et financements


| | | |
|---|---|---|
| 11 | Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro | S13 |
| 12 | Bilan de la Banque de France | S14 |
| 13 | Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France | S15 |
| 14 | Dépôts – France | S16 |
| 15 | Dépôts à terme – France | S17 |
| 16 | Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France | S18 |
| 17 | Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro | S19 |
| 18 | Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France | S20 |
| 19 | Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France | S21 |
| 20 | Placements et financements des ménages – Zone euro | S22 |
| 21 | Placements et financements des ménages – France | S23 |
| 22 | Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro | S24 |
| 23 | Placements et financements des sociétés non financières – France | S25 |
| 24 | Rémunération des dépôts – France et zone euro | S26 |
| 25 | Coût du crédit – France et zone euro | S27 |
| 26 | Coût du crédit – France | S28 |

## Marchés de capitaux et taux d'intérêt

27 Taux d'intérêt S29
28 Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro S30
29 Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires S31
30/31 Titres de créances négociables – France S32/S33
32 Titres d'OPCVM – France S34
33 Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français S35
34 Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur S36

## Autres statistiques

35 État des défaillances d'entreprises par secteur – France S37
36 Systèmes de paiement de masse – France S38
37/38 Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne S39/S40
39 Systèmes de paiement de montant élevé – France S41

Notice méthodologique S43

Séries chronologiques S51

## Avertissement

*Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site Internet de la Banque de France.*

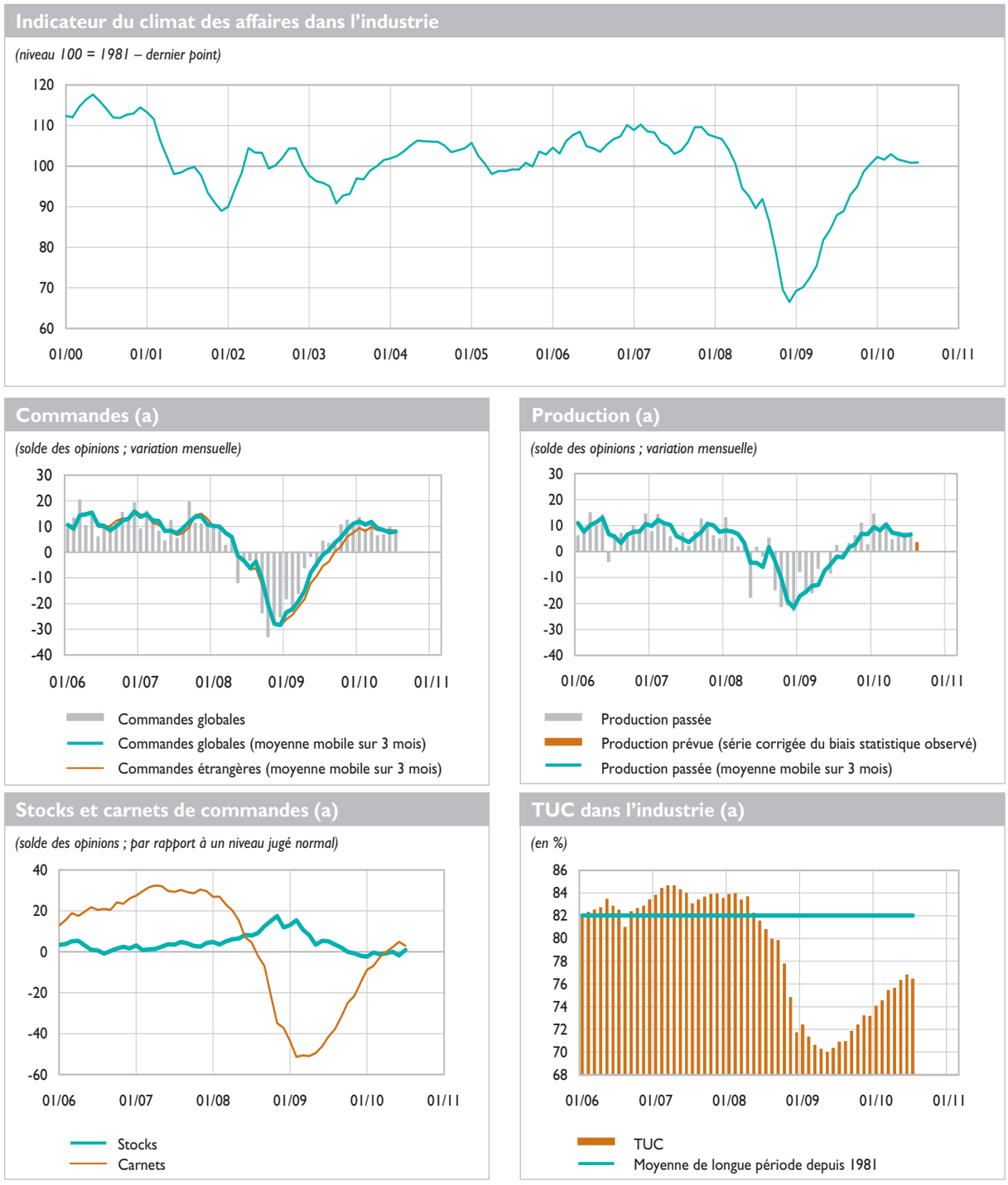
**Figure 1**
**Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France**

*(NAF révision 2 ; données cvs)*

| | 2010 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | janv. | fév. | mars | avril | mai | juin | juil. |
| **Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)** | | | | | | | |
| **Ensemble de l'industrie manufacturière** | **14** | **7** | **10** | **5** | **6** | **7** | **6** |
| Denrées alimentaires et boissons | 18 | 5 | -8 | 5 | 14 | 11 | 15 |
| Équipements électriques, électroniques, et autres machines | 15 | 11 | 17 | 17 | 10 | 10 | 8 |
| Industrie automobile | 28 | 21 | 1 | -41 | -7 | 0 | 8 |
| Autres matériels de transport | 1 | -16 | 2 | -1 | 5 | -1 | 0 |
| Autres produits industriels | 13 | 8 | 12 | 7 | 7 | 8 | 8 |
| **Production pour les prochains mois (a)** | | | | | | | |
| **Ensemble de l'industrie manufacturière** | **3** | **6** | **3** | **4** | **0** | **0** | **3** |
| Denrées alimentaires et boissons | 7 | 6 | 9 | 10 | 9 | 8 | 8 |
| Équipements électriques, électroniques, et autres machines | 6 | 7 | 7 | 8 | -1 | 6 | 12 |
| Industrie automobile | 2 | 6 | -13 | -13 | -12 | -10 | 4 |
| Autres matériels de transport | -6 | 7 | 4 | 8 | 28 | 8 | 29 |
| Autres produits industriels | 6 | 7 | 4 | 8 | 0 | 0 | 3 |
| **Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) (a)** | | | | | | | |
| **Globales** | **14** | **9** | **12** | **7** | **7** | **10** | **8** |
| Étrangères | 11 | 6 | 12 | 8 | 6 | 13 | 6 |
| **Niveau du carnet de commandes (a)** | | | | | | | |
| **Ensemble de l'industrie manufacturière** | **-9** | **-7** | **-3** | **0** | **2** | **5** | **3** |
| Denrées alimentaires et boissons | -12 | -7 | 0 | -4 | 2 | 4 | 3 |
| Équipements électriques, électroniques, et autres machines | -17 | -13 | -7 | 0 | 1 | 4 | 4 |
| Industrie automobile | -15 | -10 | -13 | -26 | -17 | -22 | -24 |
| Autres matériels de transport | 22 | 22 | 23 | 26 | 34 | 36 | 41 |
| Autres produits industriels | -8 | -6 | -3 | 2 | 3 | 8 | 3 |
| **Niveau des stocks de produits finis (a)** | | | | | | | |
| **Ensemble de l'industrie manufacturière** | **-2** | **0** | **-1** | **-1** | **0** | **-2** | **1** |
| Denrées alimentaires et boissons | 7 | 10 | -1 | 4 | 3 | 2 | 0 |
| Équipements électriques, électroniques, et autres machines | -5 | -4 | -1 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| Industrie automobile | -7 | -1 | 0 | 0 | 23 | 1 | 4 |
| Autres matériels de transport | 6 | 2 | 12 | 12 | 7 | -7 | 1 |
| Autres produits industriels | -3 | -1 | -3 | -3 | -4 | -3 | 2 |
| **Taux d'utilisation des capacités de production (b)** | | | | | | | |
| **Ensemble de l'industrie manufacturière** | **74,0** | **74,5** | **75,4** | **75,6** | **76,3** | **76,8** | **76,4** |
| **Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) (a)** | | | | | | | |
| Par rapport au mois précédent | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| Au cours des prochains mois | -6 | -5 | -4 | -4 | -3 | -3 | -2 |
| **Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)** | | | | | | | |
| | **102** | **102** | **103** | **102** | **101** | **101** | **101** |

*(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 24 août 2010*

**Figure 2**
**Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)**




*(a) Industrie manufacturière*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 3
## Indices des prix à la consommation

*(glissement annuel)*

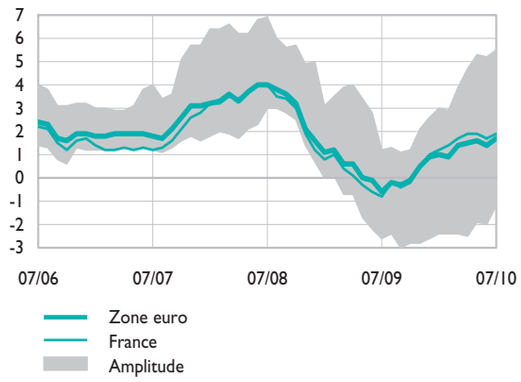
| | 2009 | | 2010 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | nov. | déc. | janv. | fév. | mars | avril | mai | juin | juil. |
| France | 0,5 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 1,9 |
| Allemagne | 0,3 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 1,2 | 1,0 | 1,2 | 0,8 | 1,2 |
| Italie | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,8 |
| Zone euro | 0,5 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 1,7 |
| Royaume-Uni | 1,9 | 2,9 | 3,5 | 3,0 | 3,4 | 3,7 | 3,4 | 3,2 | nd |
| Union européenne | 1,0 | 1,5 | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 2,0 | 1,9 | 2,1 |
| États-Unis | 1,8 | 2,7 | 2,6 | 2,1 | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 1,1 | 1,2 |
| Japon | -1,9 | -1,7 | -1,3 | -1,1 | -1,1 | -1,2 | -0,9 | -0,7 | nd |

*(moyenne annuelle)* *(variation mensuelle CVS)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | fév. | mars | avril | mai | juin | juil. |
| France | 1,6 | 3,2 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Allemagne | 2,3 | 2,8 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,1 |
| Italie | 2,0 | 3,5 | 0,8 | 0,0 | 0,4 | 0,5 | -0,2 | -0,1 | 0,1 |
| Zone euro | 2,1 | 3,3 | 0,3 | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Royaume-Uni | 2,3 | 3,6 | 2,2 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | -0,1 | 0,1 | nd |
| Union européenne | 2,4 | 3,7 | 1,0 | nd | nd | nd | nd | nd | nd |
| États-Unis | 2,9 | 3,8 | -0,4 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,3 |
| Japon | 0,1 | 1,4 | -1,4 | 0,4 | 0,0 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | nd |

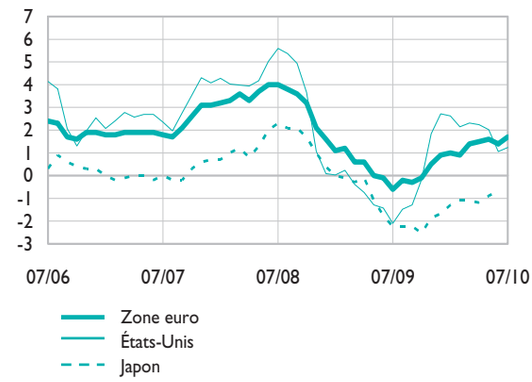
### France et zone euro

*(glissement annuel en %)*




### Comparaisons internationales

*(glissement annuel en %)*



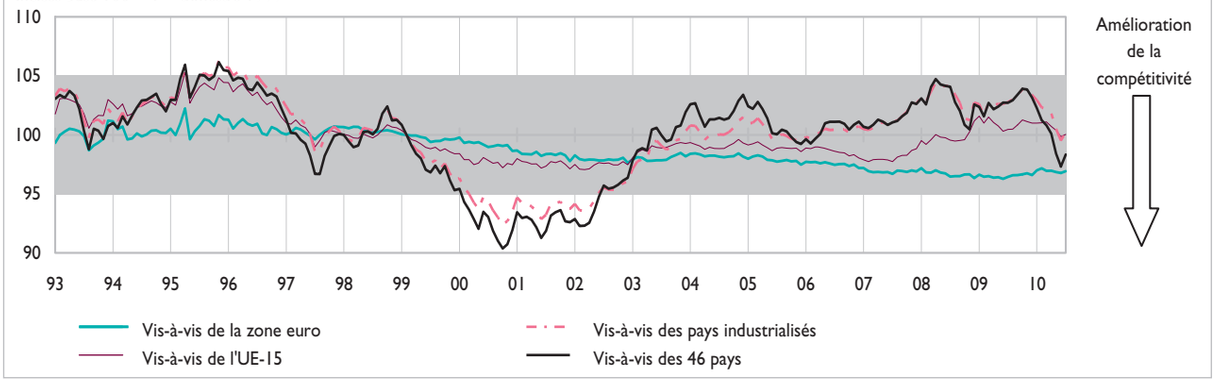

*Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon*
*Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)*

*Sources : nationales, Eurostat* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 4
## Compétitivité de l'économie française

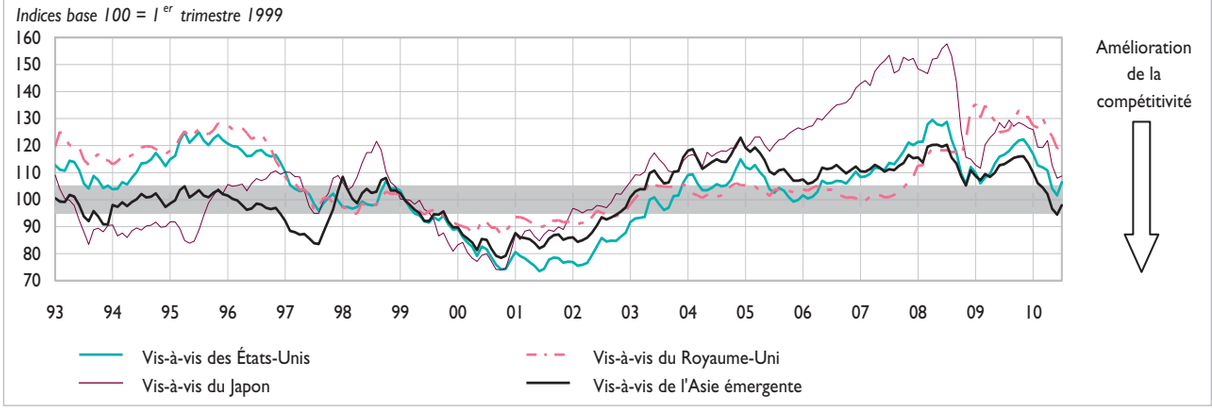
### Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

*Indices base 100 = 1er trimestre 1999*



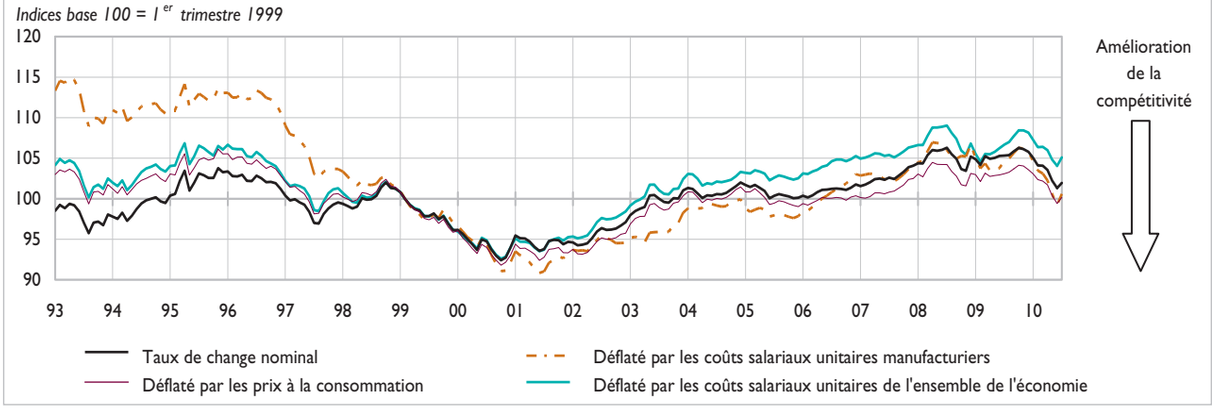

### Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

*Indices base 100 = 1er trimestre 1999*




### Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

*Indices base 100 = 1er trimestre 1999*




*Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période*
*Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin*
*Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream*

*Calculs : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

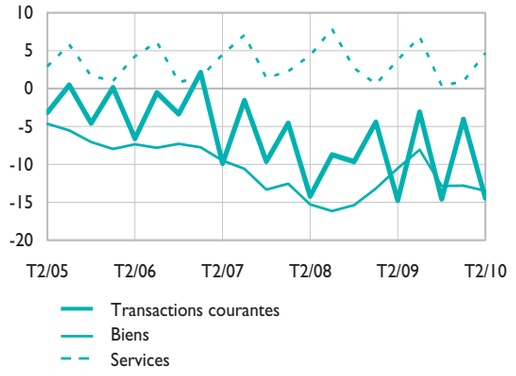
## Figure 5
## Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

*(données brutes en milliards d'euros)*

| | 2008 | 2009 | 2009 | | | 2010 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| **Compte de transactions courantes** | **-37,1** | **-36,8** | **-14,8** | **-3,1** | **-14,6** | **-4,1** | **-14,5** |
| Biens | -59,4 | -44,6 | -10,5 | -8,1 | -12,8 | -12,8 | -13,5 |
| Services | 17,2 | 11,5 | 3,8 | 6,8 | 0,3 | 1,0 | 4,7 |
| Revenus | 29,2 | 23,1 | 0,1 | 4,6 | 6,7 | 11,8 | 0,6 |
| Transferts courants | -24,1 | -26,9 | -8,1 | -6,5 | -8,8 | -4,1 | -6,3 |
| **Compte de capital** | **0,7** | **0,3** | **0,3** | **0,0** | **0,0** | **0,2** | **0,1** |
| **Compte financier** | **26,7** | **59,4** | **4,7** | **7,5** | **29,3** | **1,4** | **-59,2** |
| Investissements directs | -67,5 | -63,0 | -10,5 | -12,4 | -16,3 | -21,4 | -12,2 |
| *Français à l'étranger* | *-110,0* | *-105,9* | *-31,6* | *-19,4* | *-27,6* | *-31,0* | *-20,1* |
| *Étrangers en France* | *42,5* | *42,9* | *21,1* | *7,0* | *11,3* | *9,6* | *7,9* |
| Investissements de portefeuille | 40,5 | 270,0 | 94,0 | 4,6 | 87,6 | 42,8 | 51,3 |
| *Avoirs* | *-87,1* | *-60,6* | *-28,1* | *-51,6* | *17,4* | *-26,6* | *-4,7* |
| *Engagements* | *127,6* | *330,7* | *122,1* | *56,2* | *70,2* | *69,4* | *56,0* |
| Produits financiers dérivés | -16,4 | -2,1 | 2,6 | 1,8 | 2,5 | 9,1 | 8,7 |
| Autres investissements | 61,4 | -149,4 | -79,6 | 14,2 | -43,7 | -27,4 | -108,7 |
| Avoirs de réserve | 8,5 | 3,9 | -1,8 | -0,7 | -0,7 | -1,7 | 1,7 |
| **Erreurs et omissions nettes** | **9,8** | **-22,9** | **9,8** | **-4,4** | **-14,8** | **2,5** | **73,6** |

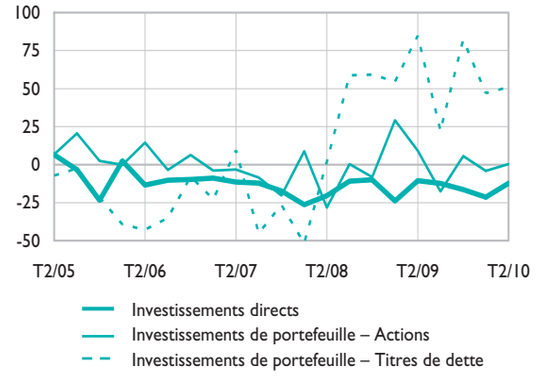
### Soldes des transactions courantes

*(données brutes en milliards d'euros)*




### Soldes du compte financier

*(données brutes en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 6**
**Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France**

*(données brutes en milliards d'euros)*

| | 2008 | 2009 | 2009 | | | 2010 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| **Compte de transactions courantes** | **-37,1** | **-36,8** | **-14,8** | **-3,1** | **-14,6** | **-4,1** | **-14,5** |
| **Biens** | **-59,4** | **-44,6** | **-10,5** | **-8,1** | **-12,8** | **-12,8** | **-13,5** |
| *Exportations* | *410,8* | *340,0* | *83,6* | *83,5* | *89,0* | *93,2* | *99,8* |
| *Importations* | *470,2* | *384,6* | *94,1* | *91,6* | *101,8* | *106,0* | *113,3* |
| Marchandises générales | -56,9 | -43,6 | -10,2 | -7,6 | -12,8 | -12,2 | -13,3 |
| Avitaillement | -2,7 | -1,4 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | -0,4 | -0,4 |
| Travail à façon et réparations | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | -0,2 | 0,2 |
| **Services** | **17,2** | **11,5** | **3,8** | **6,8** | **0,3** | **1,0** | **4,7** |
| *Exportations* | *113,7* | *102,9* | *27,1* | *30,3* | *23,1* | *22,2* | *27,9* |
| *Importations* | *96,5* | *91,4* | *23,3* | *23,4* | *22,8* | *21,2* | *23,3* |
| Transports | -0,9 | -0,7 | -0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,2 | 0,2 |
| Voyages | 10,3 | 7,8 | 2,5 | 5,2 | -0,8 | 0,0 | 2,4 |
| Services de communication | 0,9 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Services de construction | 2,8 | 2,7 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,7 |
| Services d'assurance | -0,7 | -0,8 | -0,2 | 0,1 | -0,3 | 0,1 | 0,0 |
| Services financiers | 0,0 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| Services d'informatique et d'information | -0,3 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 |
| Redevances et droits de licence | 3,8 | 3,0 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,8 | 0,6 |
| Autres services aux entreprises | 2,1 | -0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,4 | -0,3 | 0,7 |
| Services personnels, culturels et récréatifs | -1,0 | -1,2 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,2 |
| Services des administrations publiques | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| **Revenus** | **29,2** | **23,1** | **0,1** | **4,6** | **6,7** | **11,8** | **0,6** |
| Rémunérations des salariés | 9,5 | 9,5 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,3 |
| Revenus des investissements | 19,7 | 13,7 | -2,3 | 2,3 | 4,3 | 9,4 | -1,7 |
| *Directs* | *22,6* | *17,7* | *4,3* | *1,8* | *4,5* | *8,4* | *5,7* |
| *De portefeuille* | *6,8* | *-0,1* | *-4,8* | *1,3* | *0,2* | *1,7* | *-6,7* |
| *Autres* | *-9,7* | *-4,0* | *-1,8* | *-0,8* | *-0,5* | *-0,7* | *-0,7* |
| **Transferts courants** | **-24,1** | **-26,9** | **-8,1** | **-6,5** | **-8,8** | **-4,1** | **-6,3** |
| Transferts courants du secteur des APU | -15,3 | -17,3 | -5,9 | -4,4 | -6,4 | -1,7 | -4,5 |
| Transferts courants des autres secteurs | -8,8 | -9,6 | -2,2 | -2,1 | -2,3 | -2,4 | -1,8 |
| *dont envois de fonds des travailleurs* | *-2,6* | *-2,1* | *-0,5* | *-0,6* | *-0,5* | *-0,5* | *-0,5* |
| **Compte de capital** | **0,7** | **0,3** | **0,3** | **0,0** | **0,0** | **0,2** | **0,1** |

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

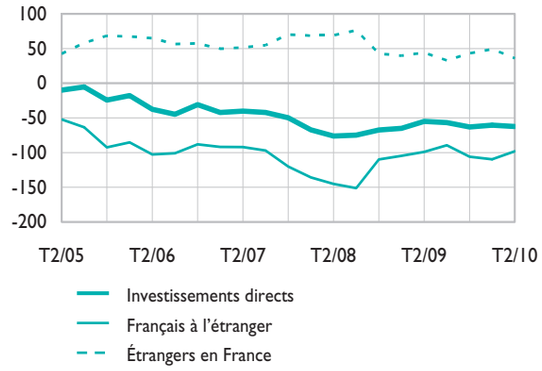
## Figure 7
## Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

*(données brutes en milliards d'euros)*

| | 2008 | 2009 | 2009 | | | 2010 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| **Compte financier** | **26,7** | **59,4** | **4,7** | **7,5** | **29,3** | **1,4** | **-59,2** |
| Investissements directs | -67,5 | -63,0 | -10,5 | -12,4 | -16,3 | -21,4 | -12,2 |
| Français à l'étranger | -110,0 | -105,9 | -31,6 | -19,4 | -27,6 | -31,0 | -20,1 |
| *dont capitaux propres et bénéfices réinvestis* | *-64,1* | *-40,2* | *-19,7* | *-4,0* | *-14,5* | *-14,6* | *-9,6* |
| Étrangers en France | 42,5 | 42,9 | 21,1 | 7,0 | 11,3 | 9,6 | 7,9 |
| *dont capitaux propres et bénéfices réinvestis* | *14,2* | *14,1* | *8,3* | *2,8* | *1,8* | *4,3* | *5,4* |
| Investissements de portefeuille | 40,5 | 270,0 | 94,0 | 4,6 | 87,6 | 42,8 | 51,3 |
| Avoirs | -87,1 | -60,6 | -28,1 | -51,6 | 17,4 | -26,6 | -4,7 |
| *Actions* | *-19,3* | *-21,5* | *1,3* | *-34,2* | *-11,8* | *0,0* | *-12,4* |
| *Obligations* | *-4,6* | *-16,7* | *-14,1* | *-10,1* | *-7,3* | *-42,8* | *-15,9* |
| *Instruments du marché monétaire* | *-63,2* | *-22,4* | *-15,2* | *-7,3* | *36,5* | *16,2* | *23,6* |
| Engagements | 127,6 | 330,7 | 122,1 | 56,2 | 70,2 | 69,4 | 56,0 |
| *Actions* | *-7,8* | *48,1* | *7,9* | *16,7* | *17,4* | *-4,1* | *12,7* |
| *Obligations* | *84,1* | *202,9* | *89,3* | *28,8* | *36,2* | *69,2* | *40,4* |
| *Instruments du marché monétaire* | *51,4* | *79,7* | *24,8* | *10,7* | *16,6* | *4,3* | *2,8* |
| Produits financiers dérivés | -16,4 | -2,1 | 2,6 | 1,8 | 2,5 | 9,1 | 8,7 |
| Autres investissements | 61,4 | -149,4 | -79,6 | 14,2 | -43,7 | -27,4 | -108,7 |
| *dont IFM hors Banque de France (flux nets)* | *-101,3* | *-75,8* | *-27,9* | *-18,4* | *-30,6* | *-16,8* | *-32,3* |
| Avoirs de réserve | 8,5 | 3,9 | -1,8 | -0,7 | -0,7 | -1,7 | 1,7 |
| **Erreurs et omissions nettes** | **9,8** | **-22,9** | **9,8** | **-4,4** | **-14,8** | **2,5** | **73,6** |

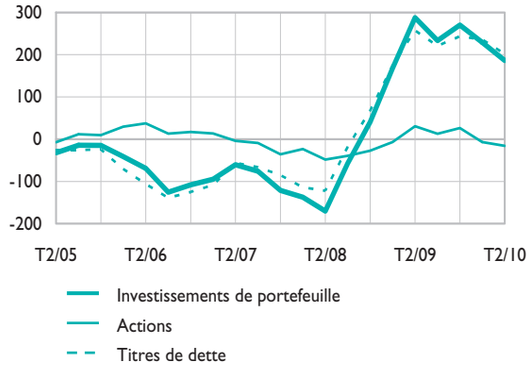
### Investissements directs – soldes

*(cumul glissant sur 4 trimestres)*




### Investissements de portefeuille – soldes

*(cumul glissant sur 4 trimestres)*




*Source : Banque de France*

*Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 8**
**Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France**

*(données brutes en milliards d'euros)*

| | 1er trimestre 2010 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | UEM (a) | UE27 hors UEM (b) | USA | Japon | Suisse | Chine |
| **Compte de transactions courantes** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** |
| *Recettes* | *73,1* | *28,1* | *11,9* | *2,2* | *5,8* | *3,1* |
| *Dépenses* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* |
| Biens | -15,4 | 1,1 | 0,7 | 0,2 | 0,0 | -2,5 |
| *Recettes* | *46,8* | *12,0* | *5,3* | *1,4* | *2,6* | *2,4* |
| *Dépenses* | *62,2* | *10,9* | *4,6* | *1,2* | *2,6* | *4,9* |
| Services | 0,6 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| *Recettes* | *7,5* | *3,2* | *2,4* | *0,2* | *1,1* | *0,6* |
| *Dépenses* | *7,0* | *3,0* | *2,2* | *0,3* | *1,1* | *0,6* |
| Revenus | nd | nd | nd | nd | nd | nd |
| *Recettes* | *18,1* | *4,6* | *4,0* | *0,6* | *1,9* | *0,1* |
| *Dépenses* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* | *nd* |
| Transferts courants | -1,1 | 0,3 | -0,2 | 0,0 | -0,4 | 0,0 |
| **Compte financier** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** | **nd** |
| Investissements directs | -7,6 | -4,4 | -5,8 | -0,2 | -2,0 | -0,1 |
| *Français à l'étranger* | *-10,4* | *-8,5* | *-6,2* | *-0,1* | *-2,1* | *-0,1* |
| *Étrangers en France* | *2,8* | *4,1* | *0,3* | *-0,1* | *0,1* | *0,0* |
| Investissements de portefeuille (c) | nd | nd | nd | nd | nd | nd |
| Avoirs | -11,5 | -14,0 | -14,9 | 13,2 | 1,6 | -0,2 |
| *Actions* | *5,8* | *-1,9* | *-6,4* | *2,4* | *1,3* | *-0,2* |
| *Obligations* | *-21,3* | *-17,4* | *-7,3* | *3,7* | *0,0* | *0,0* |
| *Instruments du marché monétaire* | *3,9* | *5,3* | *-1,2* | *7,1* | *0,3* | *0,0* |
| Autres investissements | -24,8 | 1,5 | 10,4 | 7,7 | -5,9 | -7,9 |
| *dont IFM hors Banque de France (flux nets)* | -14,3 | *0,5* | *5,0* | *4,5* | *-4,5* | *-2,4* |

*(a) 16 pays membres (dont Slovaquie entrée au 1er janvier 2009)*
*(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie)*
*(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 9**
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

*(données brutes en milliards d'euros)*

| | 2009 | 2010 | | | Cumul 12 mois | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2009 | 2010 |
| | juin | avril | mai | juin | juin | juin |
| **Compte de transactions courantes** | **-5,9** | **-2,4** | **-8,4** | **-3,7** | **-37,5** | **-36,2** |
| Biens | -3,3 | -3,6 | -6,0 | -3,9 | -55,2 | -47,2 |
| Services | 1,8 | 0,9 | 1,7 | 2,1 | 14,9 | 12,8 |
| Revenus | -1,0 | 2,7 | -1,8 | -0,2 | 29,6 | 23,8 |
| Transferts courants | -3,5 | -2,3 | -2,3 | -1,7 | -26,7 | -25,6 |
| **Compte de capital** | **0,1** | **0,0** | **0,0** | **0,0** | **0,4** | **0,2** |
| **Compte financier** | **15,3** | **-28,3** | **-4,9** | **-26,0** | **72,2** | **-21,0** |
| Investissements directs | -5,2 | -2,1 | -1,7 | -8,4 | -55,1 | -62,3 |
| *Français à l'étranger* | *-11,5* | *-4,7* | *-4,1* | *-11,3* | *-99,0* | *-98,2* |
| *Capital social* | *-7,9* | *0,0* | *-0,5* | *-3,9* | *-48,6* | *-31,2* |
| *Bénéfices réinvestis* | *-0,2* | *-1,7* | *-1,7* | *-1,7* | *-3,7* | *-11,5* |
| *Autres opérations* | *-3,4* | *-3,0* | *-1,9* | *-5,6* | *-46,7* | *-55,5* |
| *Étrangers en France* | *6,3* | *2,7* | *2,4* | *2,9* | *43,9* | *35,8* |
| *Capital social* | *0,2* | *1,5* | *0,3* | *1,2* | *19,3* | *8,4* |
| *Bénéfices réinvestis* | *0,2* | *0,8* | *0,8* | *0,8* | *0,6* | *5,9* |
| *Autres opérations* | *5,9* | *0,4* | *1,3* | *0,8* | *24,1* | *21,5* |
| Investissements de portefeuille | 72,3 | -14,1 | 27,2 | 38,2 | 288,0 | 186,3 |
| *Avoirs* | *10,2* | *-24,0* | *4,8* | *14,5* | *36,2* | *-65,5* |
| *Actions* | *4,3* | *-10,6* | *-3,7* | *1,9* | *21,5* | *-58,4* |
| *Obligations* | *-2,2* | *-10,3* | *7,8* | *-13,4* | *68,5* | *-76,0* |
| *Instruments du marché monétaire* | *8,1* | *-3,1* | *0,7* | *26,0* | *-53,7* | *68,9* |
| *Engagements* | *62,0* | *9,9* | *22,4* | *23,7* | *251,8* | *251,8* |
| *Actions* | *7,5* | *5,2* | *3,6* | *3,9* | *9,3* | *42,7* |
| *Obligations* | *46,8* | *1,3* | *15,5* | *23,6* | *161,0* | *174,7* |
| *Instruments du marché monétaire* | *7,7* | *3,4* | *3,2* | *-3,8* | *81,5* | *34,4* |
| Produits financiers dérivés | -3,0 | 2,7 | 4,2 | 1,8 | -41,7 | 22,1 |
| Autres investissements | -48,5 | -14,7 | -35,8 | -58,2 | -131,8 | -165,6 |
| *dont IFM hors Banque de France (flux nets)* | *-36,4* | *3,6* | *-17,3* | *-18,5* | *-113,3* | *-98,1* |
| Avoirs de réserve | -0,2 | -0,1 | 1,2 | 0,6 | 12,7 | -1,5 |
| **Erreurs et omissions nettes** | **-9,4** | **30,6** | **13,3** | **29,7** | **-35,1** | **56,9** |

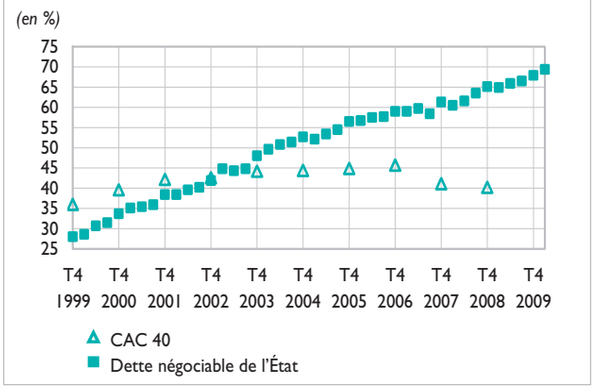
*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 10
## Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

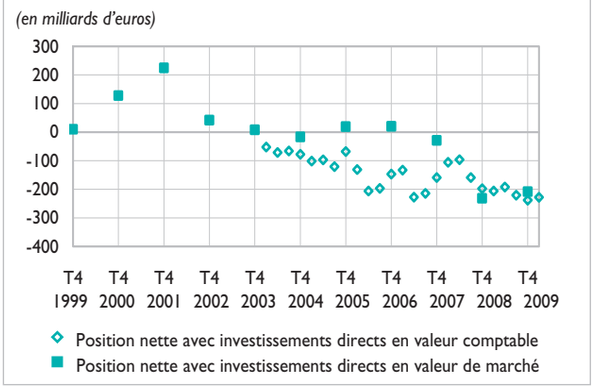
*(en milliards d'euros)*

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | déc. | déc. | T1 |
| **Créances** | **3 573,4** | **4 041,2** | **4 549,2** | **4 413,9** | **4 643,6** | **4 866,4** |
| Investissements directs français à l'étranger | 736,1 | 793,1 | 889,8 | 997,6 | 1 106,1 | 1 161,4 |
| *Capitaux propres* | *491,3* | *548,8* | *613,9* | *674,4* | *717,6* | *750,6* |
| *Autres opérations* | *244,8* | *244,3* | *276,0* | *323,2* | *388,5* | *410,8* |
| Investissements de portefeuille | 1 587,9 | 1 851,0 | 2 014,1 | 1 834,7 | 1 998,2 | 2 070,5 |
| (titres étrangers détenus par les résidents) | | | | | | |
| *IFM (secteur résident détenteur)* | *665,9* | *755,0* | *743,2* | *725,6* | *724,1* | *725,2* |
| *Non IFM (secteur résident détenteur)* | *922,0* | *1 095,9* | *1 270,9* | *1 109,1* | *1 274,0* | *1 345,2* |
| Produits financiers dérivés | 124,5 | 159,2 | 241,0 | 234,0 | 237,9 | 248,0 |
| Autres investissements | 1 061,8 | 1 163,3 | 1 325,7 | 1 273,6 | 1 209,0 | 1 286,4 |
| *IFM* | *840,7* | *945,6* | *1 094,7* | *1 058,6* | *990,3* | *1 064,8* |
| *Non IFM* | *221,1* | *217,7* | *231,0* | *215,0* | *218,7* | *221,6* |
| Avoirs de réserve | 63,0 | 74,6 | 78,6 | 74,0 | 92,4 | 100,1 |
| **Engagements** | **-3 641,3** | **-4 188,3** | **-4 708,2** | **-4 612,0** | **-4 881,5** | **-5 094,5** |
| Investissements directs étrangers en France | -532,3 | -578,7 | -649,1 | -685,8 | -728,4 | -742,0 |
| *Capitaux propres* | *-325,0* | *-348,7* | *-386,2* | *-394,4* | *-408,5* | *-412,8* |
| *Autres opérations* | *-207,3* | *-230,0* | *-262,9* | *-291,4* | *-319,9* | *-329,2* |
| Investissements de portefeuille | -1 764,8 | -1 963,0 | -1 987,9 | -1 855,0 | -2 296,9 | -2 415,0 |
| (titres français détenus par les non-résidents) | | | | | | |
| *IFM (secteur résident émetteur)* | *-414,5* | *-484,4* | *-505,4* | *-491,3* | *-552,7* | *-582,0* |
| *Non IFM (secteur résident émetteur)* | *-1 350,3* | *-1 478,6* | *-1 482,5* | *-1 363,6* | *-1 744,2* | *-1 833,1* |
| Produits financiers dérivés | -147,4 | -188,9 | -312,6 | -289,3 | -291,1 | -310,2 |
| Autres investissements | -1 196,8 | -1 457,7 | -1 758,7 | -1 782,0 | -1 565,2 | -1 627,3 |
| *IFM* | *-1 016,1* | *-1 245,0* | *-1 465,6* | *-1 345,2* | *-1 197,3* | *-1 265,9* |
| *Non IFM* | *-180,6* | *-212,7* | *-293,1* | *-436,8* | *-367,9* | *-361,4* |
| **Position nette** | **-67,9** | **-147,1** | **-159,0** | **-198,1** | **-237,9** | **-228,1** |

### Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État




### Position extérieure de la France



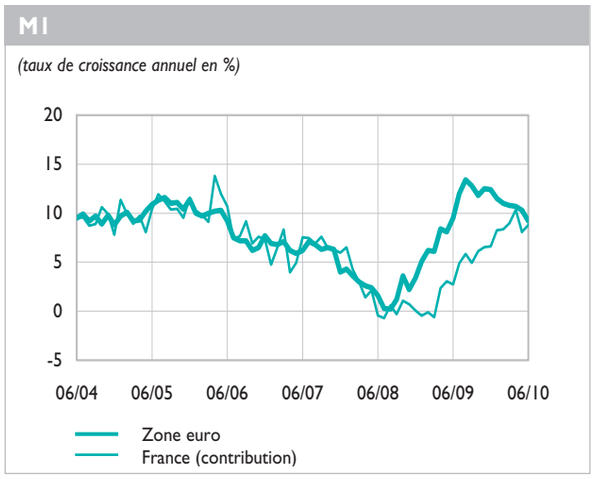

*Source : Banque de France*

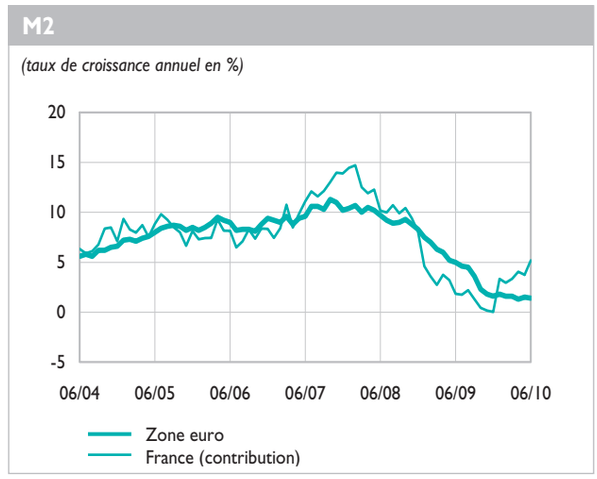
*Réalisé le 24 août 2010*

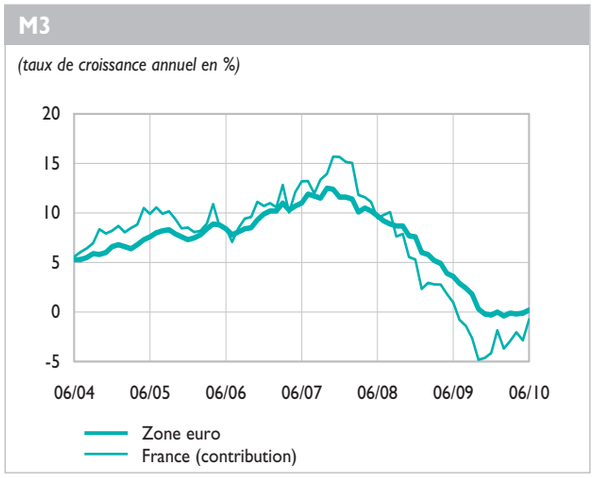
## Figure 11
## Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

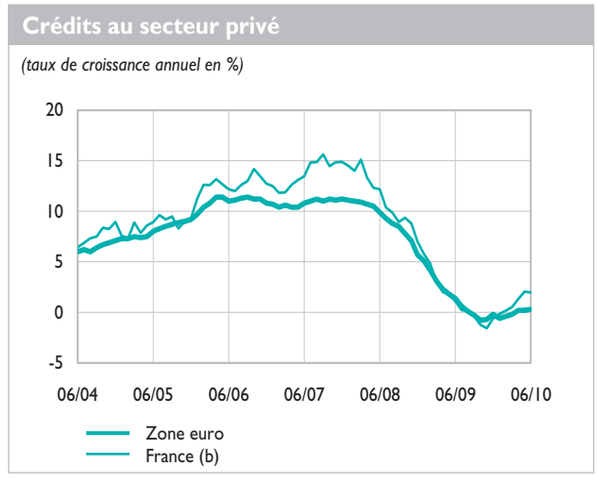
*(taux de croissance annuel en %)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2009 | 2010 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | déc. | janv. | fév. | mars | avril | mai | juin |
| **M1** | | | | | | | | | | | |
| Zone euro (a) | 4,0 | 3,4 | 12,4 | 9,5 | 12,4 | 11,5 | 11,0 | 10,8 | 10,7 | 10,3 | 9,2 |
| France (contribution) | 6,0 | 0,1 | 6,6 | 2,7 | 6,6 | 8,3 | 8,4 | 9,0 | 10,3 | 8,1 | 8,8 |
| **M2** | | | | | | | | | | | |
| Zone euro (a) | 10,2 | 8,3 | 1,6 | 5,0 | 1,6 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 1,4 |
| France (contribution) | 13,9 | 8,1 | 0,0 | 1,8 | 0,0 | 3,3 | 2,9 | 3,3 | 4,1 | 3,8 | 5,2 |
| **M3** | | | | | | | | | | | |
| Zone euro (a) | 11,6 | 7,6 | -0,3 | 3,6 | -0,3 | 0,0 | -0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,2 |
| France (contribution) | 15,7 | 5,3 | -4,1 | 1,0 | -4,1 | -1,8 | -3,7 | -2,9 | -2,0 | -2,9 | -0,7 |
| **Crédits au secteur privé** | | | | | | | | | | | |
| Zone euro (a) | 11,2 | 5,7 | -0,2 | 1,4 | -0,2 | -0,6 | -0,4 | -0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| France (b) | 14,9 | 7,0 | -0,6 | 1,1 | -0,6 | -0,2 | 0,2 | 0,5 | 1,3 | 2,1 | 2,0 |




*(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 24 août 2010*

## Figure 12
## Bilan de la Banque de France

*(encours en fin de période en milliards d'euros)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | mars | avril | mai | juin |
| **Actif** | | | | | | | | |
| Territoire national | 101,7 | 220,3 | 165,1 | 165,9 | 161,4 | 160,8 | 167,2 | 170,6 |
| Crédits | 83,2 | 190,7 | 129,1 | 130,8 | 125,9 | 125,1 | 130,8 | 133,3 |
| *IFM* | *83,0* | *190,6* | *129,0* | *130,7* | *125,7* | *124,9* | *130,7* | *133,2* |
| *Administration centrale* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* |
| *Secteur privé* | *0,2* | *0,2* | *0,1* | *0,1* | *0,1* | *0,1* | *0,1* | *0,1* |
| Titres autres que des actions | 18,5 | 29,6 | 35,9 | 35,0 | 35,5 | 35,7 | 36,4 | 37,4 |
| *IFM* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* |
| *Administration centrale* | *18,5* | *29,6* | *35,9* | *35,0* | *35,5* | *35,7* | *36,4* | *37,4* |
| *Secteur privé* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* |
| Instruments du marché monétaire | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Actions et autres participations | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Autres États de la zone euro | 39,1 | 60,6 | 77,1 | 67,7 | 81,0 | 78,9 | 76,6 | 85,0 |
| Reste du monde | 92,9 | 110,6 | 97,4 | 99,6 | 89,3 | 91,9 | 99,1 | 90,8 |
| Avoirs en or | 47,6 | 49,8 | 60,0 | 52,3 | 64,5 | 69,3 | 77,4 | 79,2 |
| Non ventilés par zones géographiques (a) | 82,6 | 115,8 | 110,6 | 94,5 | 113,1 | 108,9 | 107,7 | 130,7 |
| **Total** | **363,8** | **557,1** | **510,1** | **480,0** | **509,2** | **509,7** | **528,1** | **556,4** |
| **Passif** | | | | | | | | |
| Dépôts – Territoire national | 77,9 | 105,1 | 85,1 | 105,4 | 92,1 | 93,1 | 123,8 | 170,3 |
| IFM | 76,9 | 94,3 | 64,9 | 101,3 | 83,6 | 91,2 | 87,3 | 119,9 |
| Administration centrale | 0,3 | 10,3 | 18,0 | 3,1 | 7,2 | 1,0 | 36,2 | 49,9 |
| Autres secteurs (à vue) | 0,7 | 0,5 | 2,2 | 1,0 | 1,3 | 1,0 | 0,4 | 0,5 |
| Dépôts – Autres États de la zone euro | 11,9 | 117,7 | 62,0 | 50,2 | 54,2 | 52,6 | 29,6 | 0,0 |
| IFM | 11,9 | 117,7 | 62,0 | 50,2 | 54,2 | 52,6 | 29,6 | 0,0 |
| Autres secteurs | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dépôts – reste du monde | 73,5 | 99,0 | 112,9 | 99,7 | 112,1 | 113,1 | 120,7 | 113,6 |
| Non ventilés par zones géographiques | 200,5 | 235,3 | 250,1 | 224,7 | 250,8 | 250,9 | 253,9 | 272,5 |
| Billets et pièces en circulation (b) | 131,1 | 147,3 | 153,7 | 145,6 | 151,9 | 152,2 | 153,5 | 154,8 |
| Titres de créance émis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Instruments du marché monétaire | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Capital et réserves | 55,2 | 58,6 | 70,6 | 63,0 | 78,1 | 78,1 | 78,8 | 78,7 |
| Autres | 14,3 | 29,4 | 25,8 | 16,1 | 20,7 | 20,6 | 21,6 | 38,9 |
| **Total** | **363,8** | **557,1** | **510,1** | **480,0** | **509,2** | **509,7** | **528,1** | **556,4** |

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

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 13**
**Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France**

*(encours en fin de période en milliards d'euros)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | mars | avril | mai | juin |
| **Actif** | | | | | | | | |
| Territoire national | 4 128,8 | 4 517,7 | 4 527,2 | 4 575,6 | 4 640,0 | 4 686,4 | 4 727,6 | 4 743,4 |
| Crédits | 3 211,3 | 3 493,6 | 3 509,9 | 3 519,1 | 3 616,8 | 3 665,8 | 3 698,6 | 3 724,8 |
| *IFM* | *1 310,6* | *1 480,2* | *1 486,5* | *1 513,2* | *1 549,2* | *1 591,3* | *1 614,6* | *1 631,6* |
| *APU* | *168,5* | *173,8* | *196,1* | *176,8* | *201,9* | *199,1* | *200,1* | *209,7* |
| *Secteur privé* | *1 732,2* | *1 839,6* | *1 827,4* | *1 829,1* | *1 865,8* | *1 875,4* | *1 883,9* | *1 883,6* |
| Titres autres que des actions | 535,2 | 636,2 | 622,6 | 667,7 | 630,2 | 621,1 | 629,6 | 629,7 |
| *IFM ≤ 2 ans* | *207,3* | *242,6* | *229,8* | *261,7* | *235,6* | *224,6* | *231,5* | *224,0* |
| *IFM > 2 ans* | *75,8* | *121,8* | *113,4* | *117,3* | *112,6* | *116,1* | *116,8* | *116,8* |
| *APU* | *150,0* | *149,7* | *159,7* | *173,4* | *159,5* | *155,6* | *157,8* | *162,9* |
| *Secteur privé* | *102,2* | *122,1* | *119,8* | *115,3* | *122,5* | *124,7* | *123,5* | *126,0* |
| Titres d'OPCVM monétaires | 81,4 | 90,3 | 79,1 | 89,3 | 71,7 | 70,6 | 69,2 | 61,1 |
| Actions et autres participations | 300,8 | 297,7 | 315,5 | 299,5 | 321,3 | 328,9 | 330,2 | 327,7 |
| Autres États de la zone euro | 1 011,5 | 1 006,4 | 1 034,4 | 1 021,3 | 1 063,9 | 1 079,9 | 1 070,9 | 1 039,0 |
| Reste du monde | 1 004,3 | 926,0 | 848,2 | 848,5 | 926,8 | 982,1 | 1 026,1 | 953,8 |
| Non ventilés par zones géographiques | 975,8 | 1 260,4 | 1 247,1 | 1 352,7 | 1 328,5 | 1 416,1 | 1 569,9 | 1 454,2 |
| **Total** | **7 120,4** | **7 710,6** | **7 656,7** | **7 798,0** | **7 959,2** | **8 164,5** | **8 394,5** | **8 190,5** |
| **Passif** | | | | | | | | |
| Dépôts – Territoire national | 2 649,7 | 3 043,5 | 3 099,0 | 3 066,3 | 3 165,6 | 3 212,5 | 3 219,8 | 3 251,6 |
| IFM | 1 303,2 | 1 605,1 | 1 571,3 | 1 564,2 | 1 613,9 | 1 643,2 | 1 678,2 | 1 686,7 |
| Administration centrale | 16,3 | 23,4 | 28,3 | 48,0 | 48,7 | 33,6 | 22,0 | 32,4 |
| Autres secteurs | 1 330,2 | 1 415,0 | 1 499,4 | 1 454,1 | 1 503,0 | 1 535,7 | 1 519,6 | 1 532,4 |
| *Dépôts à vue* | *445,8* | *434,4* | *463,1* | *429,4* | *451,2* | *475,7* | *461,2* | *474,2* |
| *Dépôts à terme ≤ 2 ans* | *127,8* | *185,3* | *131,3* | *133,5* | *132,7* | *131,8* | *134,2* | *131,1* |
| *Dépôts à terme > 2 ans* | *277,2* | *260,9* | *362,4* | *336,0* | *368,9* | *369,6* | *372,8* | *372,2* |
| *Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois* | *437,6* | *486,0* | *501,1* | *503,0* | *501,5* | *504,2* | *502,9* | *502,0* |
| *Pensions* | *41,7* | *48,5* | *41,5* | *52,2* | *48,7* | *54,4* | *48,4* | *53,0* |
| Dépôts – Autres États de la zone euro | 396,1 | 377,6 | 338,3 | 360,2 | 336,3 | 338,2 | 349,9 | 353,1 |
| IFM | 296,9 | 277,6 | 229,3 | 257,1 | 220,4 | 215,8 | 225,1 | 219,4 |
| Autres secteurs | 99,2 | 100,1 | 109,0 | 103,1 | 115,8 | 122,4 | 124,8 | 133,6 |
| Dépôts – reste du monde | 1 088,4 | 985,3 | 880,9 | 905,1 | 950,1 | 1 011,0 | 1 050,3 | 980,3 |
| Non ventilés par zones géographiques | 2 986,2 | 3 304,1 | 3 338,6 | 3 466,4 | 3 507,3 | 3 602,8 | 3 774,5 | 3 605,6 |
| *Titres de créance émis ≤ 2 ans* | *447,5* | *458,6* | *381,4* | *454,4* | *417,7* | *408,0* | *414,4* | *420,3* |
| *Titres de créance émis > 2 ans* | *604,1* | *689,3* | *715,2* | *690,5* | *740,3* | *745,8* | *753,6* | *749,5* |
| Titres d'OPCVM monétaires | 428,5 | 483,3 | 479,2 | 524,1 | 458,0 | 462,6 | 457,5 | 428,1 |
| Capital et réserves | 392,5 | 416,1 | 454,7 | 432,7 | 460,1 | 463,9 | 465,6 | 466,7 |
| Autres | 1 113,5 | 1 256,8 | 1 308,1 | 1 364,7 | 1 431,2 | 1 522,4 | 1 683,4 | 1 541,0 |
| **Total** | **7 120,4** | **7 710,6** | **7 656,7** | **7 798,0** | **7 959,2** | **8 164,5** | **8 394,5** | **8 190,5** |

*NB : Depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

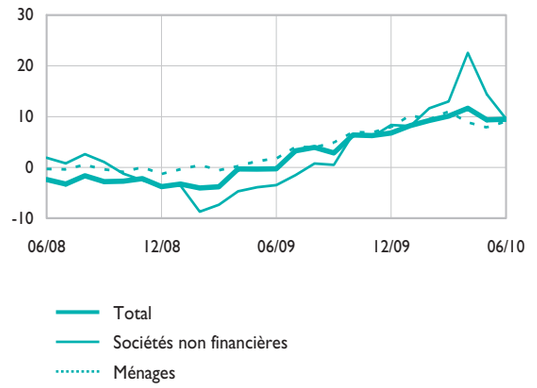
## Figure 14
## Dépôts – France

*(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | mars | avril | mai | juin |
| **Dépôts à vue** | | | | | | | | |
| Total ANF (hors administrations centrales) | 463,3 | 447,8 | 481,7 | 436,7 | 459,1 | 479,2 | 468,4 | 477,1 |
| *Ménages et assimilés* | *246,8* | *243,7* | *263,0* | *247,8* | *262,8* | *269,6* | *263,3* | *270,5* |
| *Sociétés non financières* | *159,7* | *154,5* | *167,0* | *146,0* | *153,3* | *164,9* | *159,8* | *160,8* |
| *Administrations publiques (hors adm. centrales)* | *56,8* | *49,6* | *51,7* | *42,9* | *43,0* | *44,7* | *45,3* | *45,8* |
| Autres agents | 37,2 | 33,6 | 32,0 | 32,4 | 32,1 | 37,2 | 34,3 | 38,7 |
| **Total – Encours** | **500,4** | **481,4** | **513,7** | **469,2** | **491,6** | **516,5** | **502,2** | **515,2** |
| **Total – Taux de croissance** | **6,0** | **-3,8** | **6,8** | **-0,3** | **10,1** | **11,6** | **9,4** | **9,5** |
| **Comptes sur livret** | | | | | | | | |
| Livrets A et bleus | 140,8 | 164,4 | 183,4 | 185,1 | 185,7 | 186,3 | 185,9 | 185,8 |
| Comptes épargne-logement | 38,1 | 36,7 | 36,6 | 36,6 | 36,3 | 36,3 | 36,1 | 36,0 |
| Livrets de développement durable (ex-Codevi) | 63,1 | 70,2 | 69,1 | 70,5 | 69,1 | 69,2 | 68,7 | 68,2 |
| Livrets d'épargne populaire | 60,6 | 62,0 | 58,3 | 59,8 | 56,4 | 56,3 | 56,1 | 55,8 |
| Livrets jeunes | 7,1 | 7,4 | 7,2 | 7,2 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Livrets soumis à l'impôt | 128,0 | 145,4 | 146,5 | 143,8 | 146,3 | 148,3 | 148,3 | 148,3 |
| **Total – Encours** | **437,6** | **486,0** | **501,1** | **503,0** | **500,7** | **503,4** | **502,1** | **501,1** |
| **Total – Taux de croissance** | **5,0** | **11,1** | **3,1** | **10,6** | **-1,6** | **-1,5** | **-1,0** | **-0,4** |

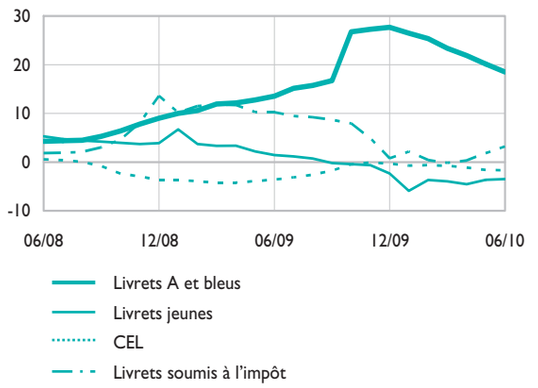
### Dépôts à vue

*(en taux de croissance annuel)*




### Comptes sur livret

*(en taux de croissance annuel)*




*Source : Banque de France*

*Réalisé le 24 août 2010*

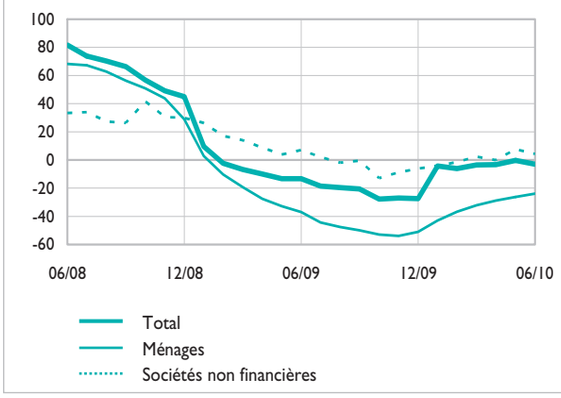
## Figure 15
## Dépôts à terme – France

*(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | mars | avril | mai | juin |
| **Dépôts à terme ≤ 2 ans** | | | | | | | | |
| Total ANF (hors administrations centrales) | 94,0 | 121,9 | 86,1 | 90,9 | 86,7 | 83,7 | 86,1 | 84,5 |
| *Ménages et assimilés* | *48,2* | *62,4* | *30,4* | *37,4* | *30,2* | *29,4* | *29,0* | *28,7* |
| *Sociétés non financières* | *45,1* | *58,8* | *55,1* | *52,7* | *55,8* | *53,6* | *56,4* | *55,2* |
| *Administrations publiques (hors adm. centrales)* | *0,6* | *0,8* | *0,6* | *0,8* | *0,8* | *0,7* | *0,7* | *0,7* |
| Autres agents | 33,8 | 63,4 | 45,1 | 42,6 | 45,9 | 48,1 | 48,1 | 46,5 |
| **Total – Encours** | **127,8** | **185,3** | **131,3** | **133,5** | **132,4** | **131,5** | **133,9** | **130,7** |
| **Total – Taux de croissance** | **100,4** | **45,0** | **-27,4** | **-13,3** | **-3,6** | **-3,3** | **-0,3** | **-3,0** |
| **Dépôts à terme > 2 ans** | | | | | | | | |
| Total ANF (hors administrations centrales) | 255,0 | 236,5 | 264,3 | 249,9 | 269,8 | 270,4 | 271,4 | 270,9 |
| *Ménages et assimilés* | *245,2* | *223,2* | *241,4* | *230,7* | *244,2* | *243,7* | *243,8* | *242,9* |
| *PEL* | *190,4* | *168,7* | *173,8* | *167,0* | *175,8* | *176,2* | *176,4* | *175,9* |
| *PEP* | *32,4* | *29,3* | *29,0* | *29,0* | *28,1* | *27,8* | *27,5* | *27,3* |
| *Autres* | *22,4* | *25,1* | *38,6* | *34,8* | *40,3* | *39,8* | *39,8* | *39,6* |
| *Sociétés non financières* | *9,8* | *13,3* | *22,5* | *18,8* | *25,1* | *26,1* | *27,1* | *27,5* |
| *Administrations publiques (hors adm. centrales)* | *0,0* | *0,1* | *0,4* | *0,3* | *0,5* | *0,6* | *0,5* | *0,5* |
| Autres agents | 22,2 | 24,4 | 98,1 | 86,1 | 99,0 | 99,2 | 101,4 | 101,2 |
| **Total – Encours** | **277,2** | **260,9** | **362,4** | **336,0** | **368,9** | **369,6** | **372,8** | **372,2** |
| **Total – Taux de croissance** | **-6,7** | **-5,9** | **38,1** | **25,6** | **20,1** | **16,7** | **13,8** | **9,8** |

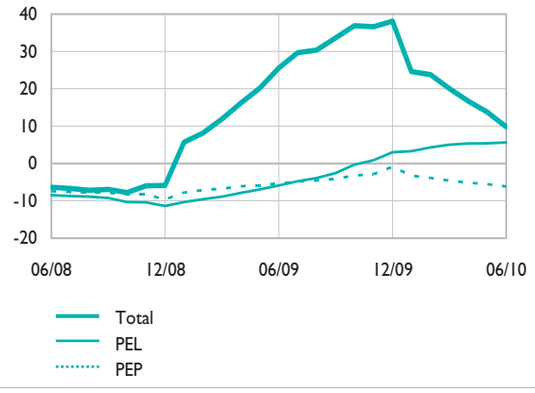
**Dépôts ≤ 2 ans**

*(taux de croissance annuel en %)*




**Dépôts > 2 ans**

*(taux de croissance annuel en %)*




*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne*

*Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 16**
**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 %)*

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | déc. | juin | fév. | mars | avril | mai | juin |
| **Crédits des institutions financières monétaires** | | | | | | | | | |
| Secteur privé | 1 732,4 | 1 839,8 | 1 827,5 | 1 829,2 | 1 855,5 | 1 865,9 | 1 875,5 | 1 884,1 | 1 883,7 |
| Administrations publiques | 168,5 | 173,8 | 196,1 | 176,8 | 194,1 | 201,9 | 199,1 | 200,1 | 209,7 |
| **Total – Encours** | **1 900,9** | **2 013,5** | **2 023,6** | **2 006,1** | **2 049,6** | **2 067,8** | **2 074,6** | **2 084,2** | **2 093,4** |
| Secteur privé | 14,0 | 6,2 | -0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 1,3 | 1,6 | 1,7 |
| Administrations publiques | 8,2 | 3,1 | 12,8 | -3,3 | 16,2 | 19,5 | 17,0 | 17,3 | 18,5 |
| **Total – Taux de croissance** | **13,5** | **5,9** | **0,5** | **0,1** | **1,4** | **2,0** | **2,6** | **2,9** | **3,2** |
| **Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières** | | | | | | | | | |
| Investissement | 279,5 | 312,6 | 323,9 | 318,1 | 324,9 | 326,4 | 328,0 | 328,9 | 328,4 |
| Trésorerie | 199,1 | 216,2 | 184,5 | 196,2 | 180,1 | 178,4 | 180,9 | 179,7 | 179,0 |
| Autres objets | 234,7 | 252,9 | 260,9 | 257,0 | 262,7 | 264,6 | 264,2 | 265,8 | 265,0 |
| **Total – Encours** | **713,3** | **781,6** | **769,3** | **771,2** | **767,7** | **769,4** | **773,0** | **774,4** | **772,4** |
| **Total – Taux de croissance** | **13,7** | **9,5** | **-1,2** | **2,3** | **-1,8** | **-1,7** | **-1,2** | **-0,8** | **0,0** |
| **Crédits des établissements de crédit aux ménages** | | | | | | | | | |
| Habitat | 652,9 | 710,0 | 737,6 | 716,0 | 741,6 | 745,0 | 746,4 | 749,5 | 757,9 |
| Trésorerie | 141,2 | 145,5 | 152,9 | 149,2 | 149,3 | 150,5 | 150,6 | 150,4 | 150,4 |
| Autres objets | 83,0 | 84,7 | 84,2 | 84,2 | 85,4 | 86,1 | 86,4 | 85,1 | 84,4 |
| **Total – Encours** | **877,1** | **940,1** | **974,7** | **949,4** | **976,3** | **981,6** | **983,4** | **984,9** | **992,7** |
| **Total – Taux de croissance** | **11,0** | **7,3** | **4,0** | **4,5** | **4,5** | **4,8** | **5,4** | **5,0** | **5,0** |

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 17**
**Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France (a) et zone euro**

*(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

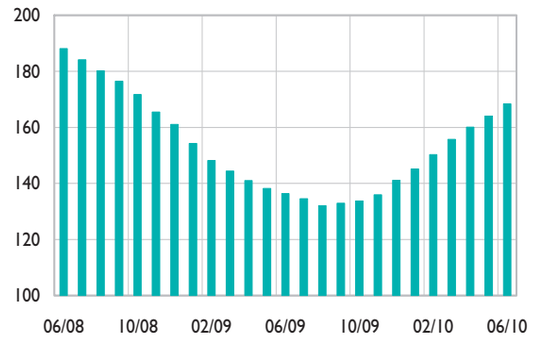
## Figure 18
## Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

*(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)*

| | 2009 | | | 2010 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | avril | mai | juin | avril | mai | juin |
| **Ensemble des contrats nouveaux** | **406,7** | **401,2** | **396,2** | **390,8** | **395,4** | **397,9** |
| **Crédits aux ménages** | **141,0** | **138,2** | **136,4** | **160,0** | **164,0** | **168,4** |
| Consommation (hors découvert) | 51,4 | 50,9 | 50,8 | 52,6 | 52,7 | 52,2 |
| Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a) | 8,5 | 8,3 | 8,1 | 13,0 | 13,5 | 14,1 |
| Habitat d'une Pfit > 1 an (a) | 81,2 | 79,1 | 77,5 | 94,5 | 97,8 | 102,1 |
| **Crédits aux sociétés non financières** | **265,7** | **262,9** | **259,9** | **230,8** | **231,4** | **229,6** |
| Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a) | 180,4 | 178,7 | 177,8 | 151,0 | 151,0 | 149,1 |
| Crédits d'une Pfit > 1 an (a) | 85,3 | 84,2 | 82,1 | 79,8 | 80,5 | 80,5 |

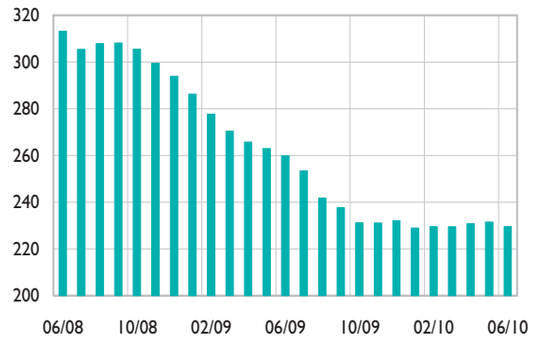
**Ménages**

*(en milliards d'euros)*



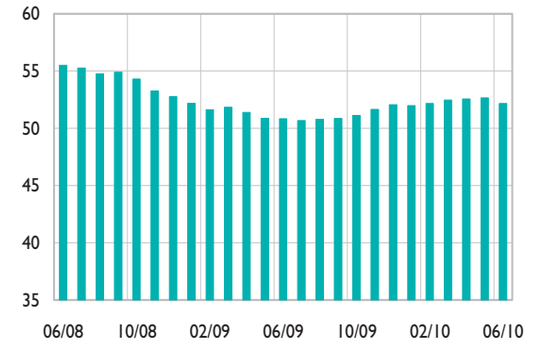

**Sociétés**

*(en milliards d'euros)*



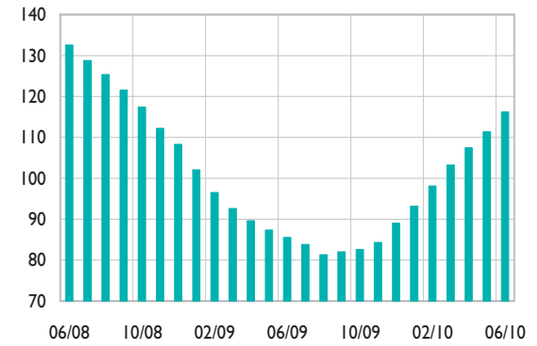

**Consommation des ménages (hors découvert)**

*(en milliards d'euros)*




**Habitat des ménages**

*(en milliards d'euros)*




*Données révisées sur l'ensemble de la période*

*(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.*
*Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an*
*Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 19**
**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 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 32,1 | 24,8 | 19,2 | -16,9 | -21,2 | 851,6 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *18,5* | *11,7* | *-0,8* | *-33,2* | *-20,9* | *194,7* |
| Titres de créance à court terme | 17,7 | 15,9 | 35,1 | 51,0 | 39,6 | 387,6 |
| Titres de créance à long terme | 58,6 | 12,5 | 10,8 | 61,3 | 86,2 | 2 169,1 |
| Crédits | 1,1 | 11,1 | 8,7 | 6,0 | 9,5 | 428,5 |
| Actions et autres participations | 26,7 | 79,7 | 92,6 | 121,6 | 162,6 | 2 378,3 |
| *dont actions cotées* | *-19,8* | *-24,4* | *-99,9* | *-86,9* | *-80,8* | *436,4* |
| Actifs nets résiduels | 14,5 | 36,3 | 34,1 | 34,6 | 46,4 | 287,2 |
| **Financements** | | | | | | |
| Titres de créance | 13,9 | 9,9 | 10,1 | 1,0 | -0,1 | 52,4 |
| Crédits | 2,9 | 14,9 | 9,5 | -24,1 | -14,2 | 256,7 |
| Actions et autres participations | 5,5 | 4,9 | 6,2 | 5,1 | 3,9 | 512,5 |
| Provisions techniques d'assurance | 143,1 | 171,4 | 198,3 | 272,5 | 319,1 | 5 736,4 |
| *Assurance-vie* | *133,3* | *164,7* | *194,3* | *259,9* | *304,4* | *4 988,3* |
| *Assurance-dommages* | *9,8* | *6,7* | *4,0* | *12,6* | *14,7* | *748,0* |
| **Solde des créances et dettes (B9B)** | **-14,7** | **-20,9** | **-23,6** | **3,1** | **14,4** | |

*(en milliards d'euros)*

| France | Flux cumulés sur 4 trimestres | | | | | Encours |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 1,4 | -1,0 | -0,7 | -0,9 | -0,8 | 24,9 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *0,1* | *-1,2* | *-1,4* | *-1,4* | *-0,5* | *12,0* |
| Titres de créance à court terme | 16,7 | 19,3 | 40,5 | 60,8 | 50,1 | 362,0 |
| Titres de créance à long terme | 19,3 | 22,2 | 19,3 | 23,1 | 51,5 | 732,2 |
| Crédits | 2,5 | 3,0 | 3,1 | 2,7 | 3,1 | 42,1 |
| Actions et autres participations | 15,8 | 1,0 | -5,7 | -12,4 | -15,9 | 679,2 |
| *dont actions cotées* | *-5,8* | *-6,8* | *-5,0* | *-0,8* | *1,5* | *75,9* |
| Actifs nets résiduels | -5,3 | -4,1 | 1,5 | 4,3 | 9,2 | 29,9 |
| **Financements** | | | | | | |
| Titres de créance | 7,1 | 4,7 | 3,1 | -2,0 | -1,1 | 33,1 |
| Crédits | 4,9 | 4,1 | -1,5 | -12,1 | -13,5 | 70,7 |
| Actions et autres participations | 2,3 | 2,0 | 2,2 | 3,8 | 4,0 | 151,3 |
| Provisions techniques d'assurance | 57,5 | 67,7 | 74,7 | 92,9 | 108,4 | 1 542,9 |
| *Assurance-vie* | *56,5* | *65,7* | *71,3* | *88,4* | *103,6* | *1 389,8* |
| *Assurance-dommages* | *1,0* | *2,0* | *3,3* | *4,4* | *4,8* | *153,1* |
| **Solde des créances et dettes (B9B)** | **-21,5** | **-38,2** | **-20,6** | **-4,9** | **-0,7** | |

*(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

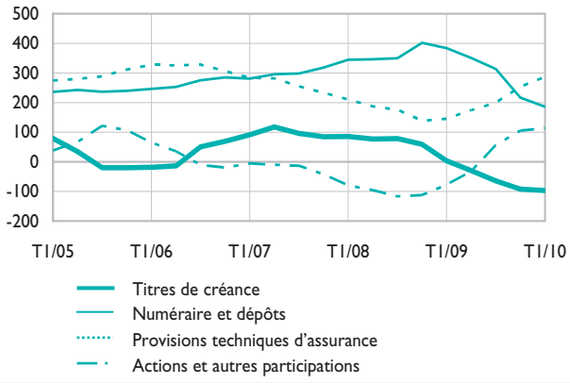
## Figure 20
## Placements et financements des ménages – Zone euro

*(en milliards d'euros)*

| | Flux cumulés sur 4 trimestres | | | | | Encours |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 384,0 | 350,7 | 313,7 | 216,6 | 185,9 | 6 425,6 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *344,8* | *284,4* | *206,6* | *93,6* | *33,1* | *4 898,0* |
| Titres de créance à court terme | -19,9 | -40,9 | -66,6 | -79,7 | -72,2 | 40,0 |
| Titres de créance à long terme | 23,5 | 11,8 | 2,3 | -12,4 | -24,7 | 1 361,4 |
| Actions et autres participations | -77,2 | -32,1 | 56,6 | 105,4 | 113,5 | 4 344,4 |
| Actions cotées | 5,8 | 14,4 | 40,3 | 32,6 | 39,0 | 777,5 |
| Actions non cotées et autres participations | 30,0 | 37,1 | 48,3 | 45,3 | 52,3 | 2 134,8 |
| Titres d'OPCVM | -113,0 | -83,6 | -31,9 | 27,5 | 22,2 | 1 432,1 |
| *dont titres d'OPCVM monétaires* | *-12,2* | *-28,5* | *-30,1* | *-61,8* | *-89,0* | *268,3* |
| Provisions techniques d'assurance | 145,5 | 174,0 | 200,3 | 253,8 | 286,6 | 5 621,6 |
| Actifs nets résiduels | -7,4 | 6,8 | -10,3 | 0,2 | 11,0 | -113,0 |
| **Financements** | | | | | | |
| Crédits | 153,7 | 126,1 | 96,6 | 96,1 | 119,7 | 5 896,1 |
| *dont crédits des IFM de la zone euro* | *20,4* | *10,6* | *-15,8* | *63,1* | *74,0* | *4 941,8* |
| **Réévaluation des actifs financiers et autres flux** | | | | | | |
| Actions et autres participations | -970,0 | -574,8 | -106,1 | 271,1 | 532,0 | |
| Provisions techniques d'assurance | -212,3 | -107,0 | 54,1 | 154,0 | 255,8 | |
| Autres flux | -25,1 | 30,4 | 74,0 | 61,2 | 82,9 | |
| **Variation de la valeur financière nette** | **-912,5** | **-307,2** | **421,3** | **874,1** | **1 251,2** | |

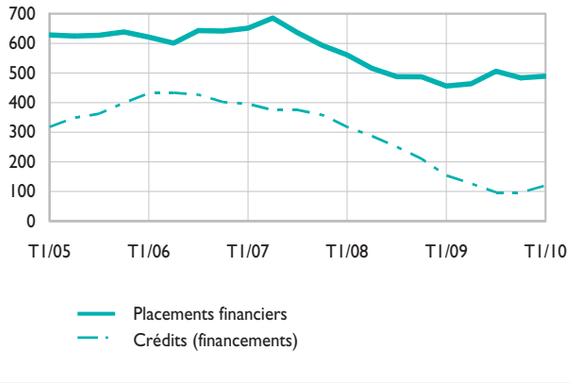
**Flux de placements financiers**

*(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)*




*(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales*

*Source : Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

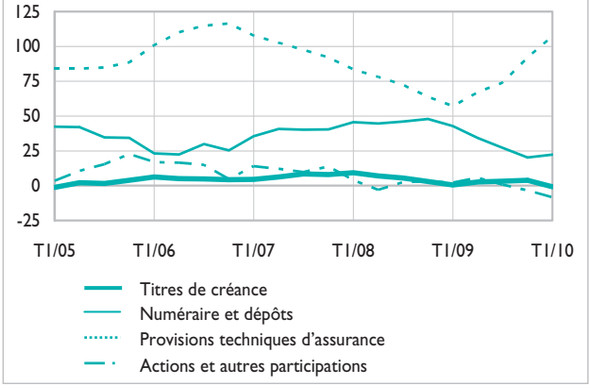
## Figure 21
## Placements et financements des ménages – France

*(en milliards d'euros)*

| | Flux cumulés sur 4 trimestres | | | | | Encours |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 42,8 | 34,3 | 27,2 | 20,2 | 22,2 | 1 119,5 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *49,0* | *32,1* | *17,7* | *3,4* | *5,5* | *834,1* |
| Titres de créance à court terme | 1,1 | 1,0 | -0,4 | -0,5 | -1,8 | 12,1 |
| Titres de créance à long terme | -0,7 | 1,6 | 3,6 | 4,4 | 1,0 | 45,7 |
| Actions et autres participations | 2,2 | 5,7 | 0,7 | -3,4 | -8,5 | 937,2 |
| Actions cotées | 4,4 | 5,0 | 5,6 | 2,8 | 0,5 | 140,4 |
| Actions non cotées et autres participations | 7,8 | 10,7 | 8,2 | 7,7 | 8,8 | 506,2 |
| Titres d'OPCVM | -10,0 | -9,9 | -13,1 | -13,9 | -17,8 | 290,6 |
| *dont titres d'OPCVM monétaires* | *1,9* | *-3,0* | *-6,7* | *-15,5* | *-19,7* | *50,4* |
| Provisions techniques d'assurance | 57,2 | 67,2 | 73,9 | 91,9 | 107,4 | 1 518,0 |
| Actifs nets résiduels | 23,1 | 22,3 | 11,0 | 14,6 | -4,5 | -45,4 |
| **Financements** | | | | | | |
| Crédits | 47,5 | 38,2 | 30,6 | 36,5 | 44,4 | 1 031,7 |
| *dont crédits des IFM résidentes* | *36,1* | *25,1* | *17,4* | *32,3* | *38,4* | *973,2* |
| **Réévaluation des actifs financiers et autres flux** | | | | | | |
| Actions et autres participations | -224,8 | -129,4 | 0,6 | 109,4 | 178,6 | |
| Provisions techniques d'assurance | -39,9 | -23,7 | 4,0 | 25,3 | 37,0 | |
| Autres flux | 14,0 | 17,0 | 12,4 | -1,0 | -1,3 | |
| **Variation de la valeur financière nette** | **-172,4** | **-42,1** | **102,4** | **224,6** | **285,9** | |

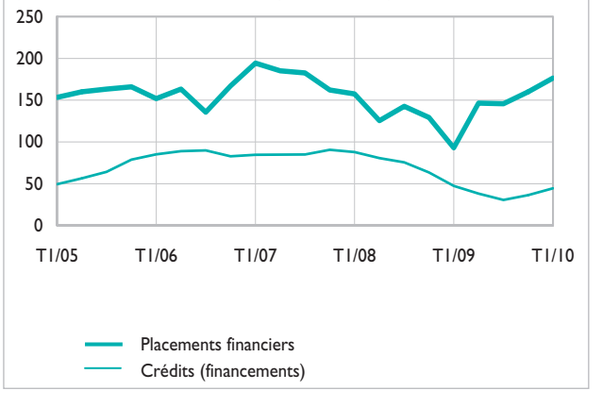
**Flux de placements financiers**

*(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)*




*(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

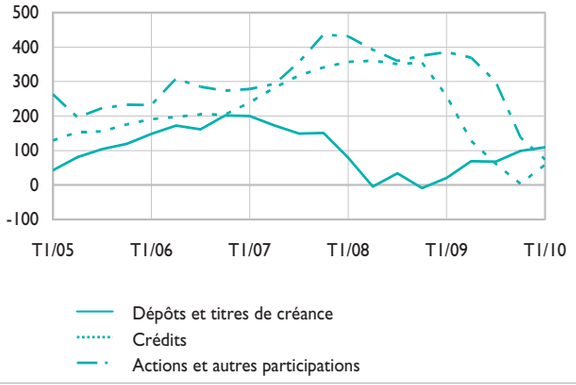
## Figure 22
## Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

*(en milliards d'euros)*

| | Flux cumulés sur 4 trimestres | | | | | Encours |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 34,8 | 57,9 | 66,2 | 107,0 | 102,4 | 1 801,3 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *-17,9* | *-0,1* | *25,8* | *78,4* | *89,5* | *1 496,7* |
| Titres de créance | -14,3 | 11,2 | 1,1 | -7,9 | 6,8 | 386,8 |
| Crédits | 258,2 | 128,1 | 61,3 | 3,6 | 58,5 | 2 988,0 |
| Actions et autres participations | 385,6 | 369,6 | 298,7 | 138,5 | 74,2 | 7 569,3 |
| Provisions techniques d'assurance | 1,0 | 2,5 | 3,3 | 3,5 | 1,5 | 147,3 |
| Actifs nets résiduels | -137,7 | -112,5 | -76,2 | -38,8 | 36,1 | 270,8 |
| **Financements** | | | | | | |
| Endettement | 533,8 | 360,3 | 187,6 | 4,5 | 48,1 | 9 447,4 |
| Crédits | 466,8 | 280,7 | 97,7 | -75,0 | -51,3 | 8 238,2 |
| *dont crédits des IFM de la zone euro* | *279,5* | *126,4* | *-10,2* | *-105,0* | *-112,3* | *4 681,4* |
| Titres de créance | 65,4 | 78,4 | 88,7 | 78,5 | 97,8 | 876,8 |
| Réserves de fonds de pension | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 1,6 | 332,5 |
| Actions et autres participations | 284,0 | 315,6 | 305,8 | 217,2 | 200,8 | 12 481,5 |
| *Actions cotées* | *13,3* | *47,1* | *57,8* | *59,6* | *60,4* | *3 490,3* |
| *Actions non cotées et autres participations* | *270,8* | *268,5* | *247,9* | *157,6* | *140,3* | *8 991,2* |
| **Solde des créances et dettes (B9B)** | **-290,1** | **-219,2** | **-138,9** | **-15,9** | **30,6** | |

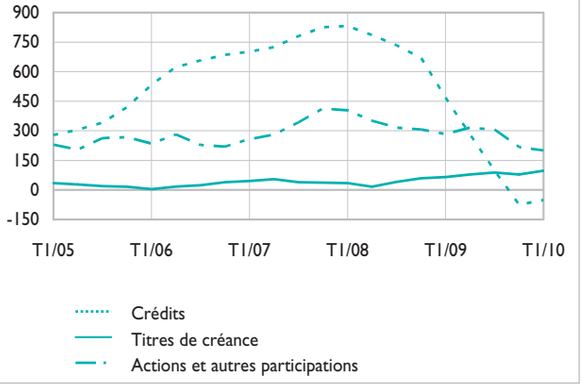
**Flux de placements financiers**

*(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*

*Source : Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

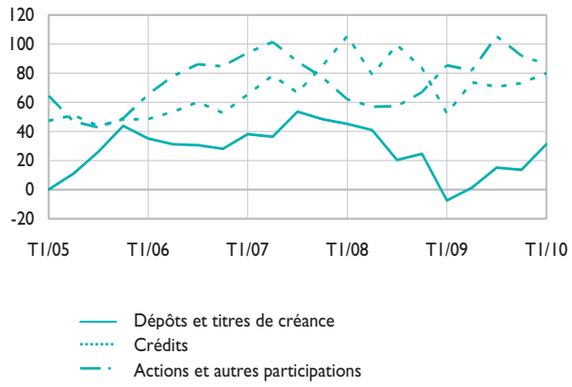
## Figure 23
## Placements et financements des sociétés non financières – France

*(en milliards d'euros)*

| | Flux cumulés sur 4 trimestres | | | | | Encours |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | | 2010 | 2010 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | mars |
| **Placements financiers** | | | | | | |
| Numéraire et dépôts | 6,7 | 15,3 | 22,8 | 24,0 | 28,8 | 303,4 |
| *dont dépôts inclus dans M3 (a)* | *0,1* | *2,5* | *5,8* | *10,2* | *20,1* | *223,9* |
| Titres de créance | -14,1 | -14,0 | -7,7 | -10,4 | 2,5 | 105,5 |
| Crédits | 52,3 | 73,7 | 70,6 | 73,2 | 80,0 | 861,7 |
| Actions et autres participations | 85,4 | 81,8 | 105,4 | 91,9 | 85,9 | 2 792,0 |
| Provisions techniques d'assurance | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 20,0 |
| Actifs nets résiduels | 27,5 | -9,9 | -14,6 | -14,9 | -17,5 | 95,6 |
| **Financements** | | | | | | |
| Endettement | 137,3 | 108,3 | 93,0 | 78,1 | 78,6 | 2 069,5 |
| Crédits | 98,9 | 64,7 | 33,9 | 27,0 | 26,5 | 1 685,3 |
| *dont crédits des IFM résidentes* | *49,7* | *19,5* | *-2,9* | *-9,8* | *-13,3* | *774,7* |
| Titres de créance | 38,4 | 43,6 | 59,1 | 51,0 | 52,1 | 384,2 |
| Actions et autres participations | 81,7 | 99,3 | 113,4 | 105,5 | 103,6 | 4 042,8 |
| *Actions cotées* | *5,6* | *17,7* | *16,8* | *19,2* | *19,8* | *1 111,1* |
| *Actions non cotées et autres participations* | *76,2* | *81,6* | *96,6* | *86,3* | *83,8* | *2 931,7* |
| **Solde des créances et dettes (B9B)** | **-61,1** | **-60,3** | **-29,2** | **-19,1** | **-1,8** | |

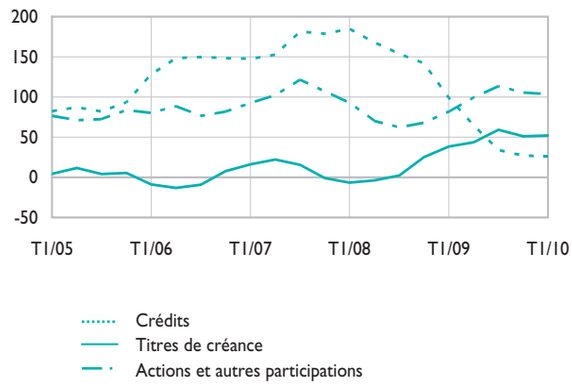
**Flux de placements financiers**

*(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)*




**Flux de financements**

*(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)*




*(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

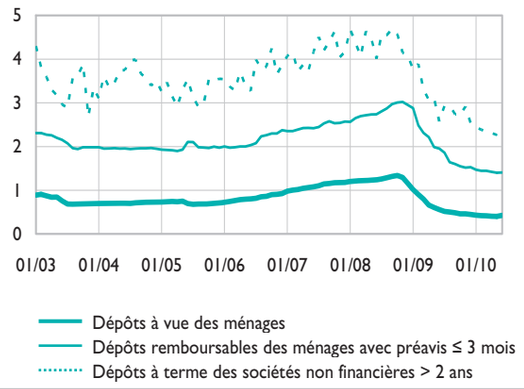
## Figure 24
## Rémunération des dépôts – France et zone euro

*(taux mensuels moyens en %)*

| | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | déc. | déc. | juin | fév. | mars | avril | mai | juin |
| **Zone euro** | | | | | | | | |
| Dépôts à vue des ménages | 1,16 | 0,45 | 0,56 | 0,42 | 0,42 | 0,41 | 0,40 | 0,42 |
| Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois | 2,95 | 1,53 | 1,95 | 1,45 | 1,45 | 1,42 | 1,40 | 1,41 |
| Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans | 4,08 | 2,53 | 2,58 | 2,39 | 2,34 | 2,30 | 2,26 | 2,40 |
| **France** | | | | | | | | |
| Livret A (fin de période) | 4,00 | 1,25 | 1,75 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Livrets à taux réglementés | 3,96 | 1,28 | 1,78 | 1,28 | 1,28 | 1,28 | 1,28 | 1,28 |
| Livrets à taux de marché | 3,73 | 1,37 | 1,92 | 1,39 | 1,29 | 1,31 | 1,31 | 1,31 |
| Dépôts à terme ≤ 2 ans | 4,44 | 2,39 | 3,18 | 2,37 | 2,28 | 2,20 | 2,23 | 2,10 |
| Dépôts à terme > 2 ans | 3,50 | 3,41 | 3,59 | 3,44 | 3,25 | 3,27 | 3,21 | 3,17 |

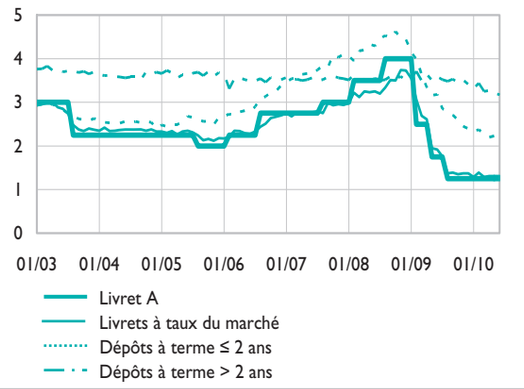
**Zone euro**

*(taux mensuels moyens en %)*




**France**

*(taux mensuels moyens en %)*




*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne*

*Réalisé le 24 août 2010*

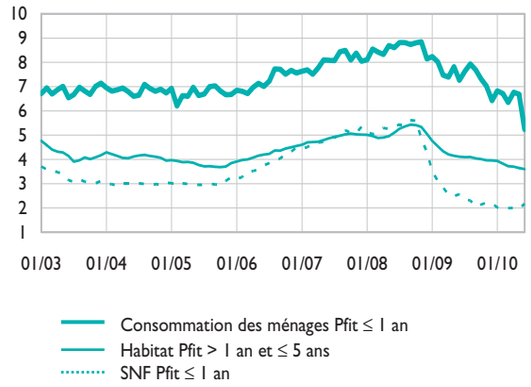
## Figure 25
## Coût du crédit – France et zone euro

*(taux mensuels moyens en %)*

| | 2009 | | | | | | 2010 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | juil. | août | sept. | oct. | nov. | déc. | janv. | fév. | mars | avril | mai | juin |
| **Zone euro** | | | | | | | | | | | | |
| **Consommation des ménages** | | | | | | | | | | | | |
| Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a) | 7,63 | 7,93 | 7,69 | 7,32 | 7,03 | 6,42 | 6,83 | 6,72 | 6,35 | 6,77 | 6,69 | 5,23 |
| **Habitat** | | | | | | | | | | | | |
| Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a) | 4,10 | 4,10 | 4,05 | 4,02 | 3,97 | 3,96 | 3,94 | 3,83 | 3,72 | 3,70 | 3,65 | 3,60 |
| **SNF > EUR 1 million** | | | | | | | | | | | | |
| Pfit ≤ 1 an (a) | 2,37 | 2,31 | 2,06 | 2,14 | 2,22 | 2,19 | 2,02 | 1,94 | 1,99 | 2,00 | 1,96 | 2,17 |
| **France** | | | | | | | | | | | | |
| **Consommation des ménages** | **6,77** | **6,78** | **6,58** | **6,46** | **6,44** | **6,34** | **6,52** | **6,31** | **6,26** | **6,18** | **6,20** | **6,19** |
| **Habitat** | | | | | | | | | | | | |
| Pfit ≤ 1 an (a) | 3,65 | 3,59 | 3,49 | 3,49 | 3,33 | 3,33 | 3,33 | 3,39 | 3,38 | 3,27 | 3,20 | 3,16 |
| Pfit > 1 an (a) | 4,17 | 4,14 | 4,13 | 4,06 | 3,99 | 3,91 | 3,88 | 3,85 | 3,79 | 3,73 | 3,69 | 3,66 |
| **SNF** | | | | | | | | | | | | |
| Pfit ≤ 1 an (a) | 1,96 | 1,88 | 1,84 | 1,85 | 1,83 | 2,00 | 1,69 | 1,67 | 1,91 | 1,92 | 1,86 | 1,87 |
| Pfit > 1 an (a) | 3,94 | 3,70 | 3,67 | 3,61 | 3,46 | 3,51 | 3,51 | 3,47 | 3,36 | 3,32 | 3,27 | 3,26 |

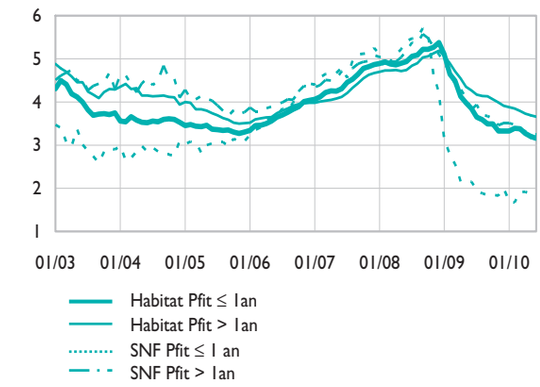
**Zone euro**

*(en points de %)*




**France**

*(en points de %)*




*(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*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 26
## Coût du crédit – France

*(en %)*

| | 2009 | | | 2010 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| **Crédit aux particuliers – Taux effectif global moyen** | | | | | |
| **Prêts de trésorerie** | | | | | |
| Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 € | 15,47 | 15,15 | 14,78 | 14,59 | 14,45 |
| Prêts personnels > 1 524 € | 7,07 | 6,90 | 6,66 | 6,64 | 6,46 |
| **Prêts immobiliers** | | | | | |
| Prêts à taux fixe | 5,26 | 5,04 | 4,93 | 4,72 | 4,57 |
| Prêts à taux variable | 5,27 | 4,59 | 4,44 | 4,29 | 4,01 |

| Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée | 2009 | | 2010 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | juil. | oct. | janv. | avril | juil. |
| **Crédit aux particuliers – Taux de l'usure** | | | | | |
| **Prêts de trésorerie** | | | | | |
| Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 € | 20,63 | 20,20 | 19,71 | 19,45 | 19,27 |
| Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 € | 9,43 | 9,20 | 8,88 | 8,85 | 8,61 |
| **Prêts immobiliers** | | | | | |
| Prêts à taux fixe | 7,01 | 6,72 | 6,57 | 6,29 | 6,09 |
| Prêts à taux variable | 7,03 | 6,12 | 5,92 | 5,72 | 5,35 |

| | 2009 | | | 2010 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| **Crédit aux entreprises** | | | | | |
| **Escompte** | | | | | |
| ≤ 15 245 € | 3,10 | 1,75 | 1,52 | 1,74 | 1,75 |
| > 15 245 € et ≤ 45 735 € | 4,47 | 2,90 | 2,37 | 2,84 | 2,36 |
| > 45 735 € et ≤ 76 225 € | 3,81 | 2,79 | 2,34 | 2,57 | 2,56 |
| > 76 225 € et ≤ 304 898 € | 3,37 | 2,81 | 2,28 | 2,49 | 2,12 |
| > 304 898 € et ≤ 1 524 490 € | 2,45 | 2,12 | 1,81 | 1,95 | 1,97 |
| > 1 524 490 € | 1,98 | 1,48 | 1,19 | 1,22 | 1,29 |
| **Découvert** | | | | | |
| ≤ 15 245 € | 9,74 | 9,77 | 9,82 | 9,76 | 9,69 |
| > 15 245 € et ≤ 45 735 € | 6,93 | 7,21 | 6,85 | 6,85 | 6,78 |
| > 45 735 € et ≤ 76 225 € | 4,92 | 4,42 | 4,19 | 4,37 | 4,22 |
| > 76 225 € et ≤ 304 898 € | 3,55 | 3,06 | 2,76 | 3,03 | 2,83 |
| > 304 898 € et ≤ 1 524 490 € | 2,78 | 2,15 | 1,81 | 1,93 | 1,88 |
| > 1 524 490 € | 2,46 | 1,82 | 1,56 | 1,27 | 1,38 |
| **Autres crédits à court terme** | | | | | |
| ≤ 15 245 € | 4,52 | 4,03 | 3,84 | 3,60 | 3,41 |
| > 15 245 € et ≤ 45 735 € | 3,72 | 3,91 | 3,46 | 3,39 | 3,25 |
| > 45 735 € et ≤ 76 225 € | 3,63 | 3,50 | 3,17 | 3,12 | 2,98 |
| > 76 225 € et ≤ 304 898 € | 3,26 | 2,75 | 2,59 | 2,52 | 2,39 |
| > 304 898 € et ≤ 1 524 490 € | 2,50 | 2,02 | 1,80 | 1,85 | 1,75 |
| > 1 524 490 € | 2,09 | 1,67 | 1,43 | 1,46 | 1,49 |
| **Crédits à moyen et long termes** | | | | | |
| ≤ 15 245 € | 4,48 | 4,06 | 3,95 | 3,37 | 3,78 |
| > 15 245 € et ≤ 45 735 € | 4,38 | 4,11 | 3,81 | 3,27 | 3,52 |
| > 45 735 € et ≤ 76 225 € | 4,39 | 4,12 | 3,82 | 3,56 | 3,54 |
| > 76 225 € et ≤ 304 898 € | 4,41 | 4,04 | 3,86 | 3,64 | 3,58 |
| > 304 898 € et ≤ 1 524 490 € | 3,88 | 3,70 | 3,40 | 3,36 | 3,31 |
| > 1 524 490 € | 2,83 | 2,81 | 2,64 | 2,58 | 2,73 |

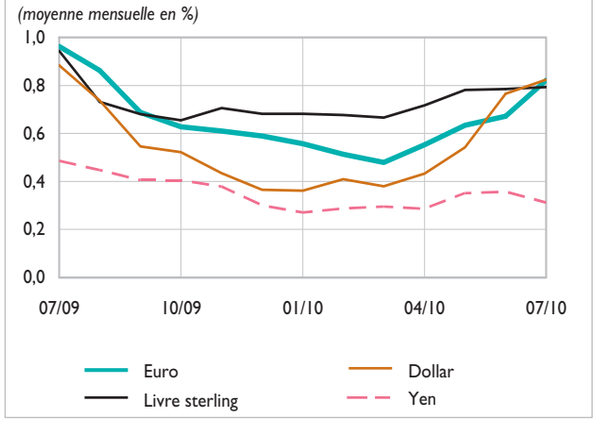
*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 27
## Taux d'intérêt

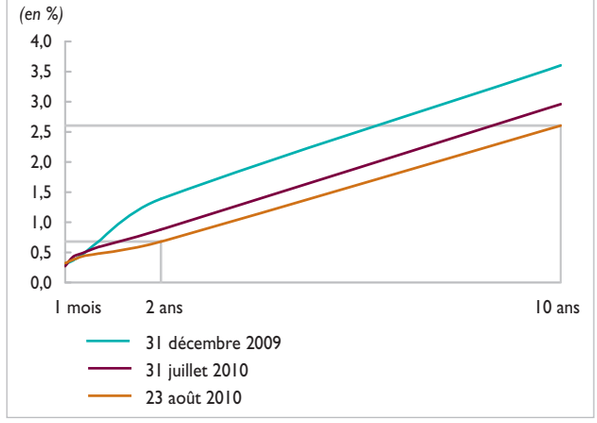
*(en %)*

| | Moyenne mensuelle (a) | | | | | | | | | | Taux directeurs au 23/08/10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | | | 2010 | | | | | | | |
| | oct. | nov. | déc. | janv. | fév. | mars | avril | mai | juin | juil. | |
| **Taux d'intérêt interbancaires à court terme** | | | | | | | | | | | |
| **Euro** | | | | | | | | | | | **1,00** |
| Au jour le jour | 0,34 | 0,37 | 0,35 | 0,35 | 0,34 | 0,31 | 0,33 | 0,34 | 0,36 | 0,47 | |
| À 3 mois | 0,63 | 0,61 | 0,59 | 0,56 | 0,51 | 0,48 | 0,55 | 0,63 | 0,67 | 0,82 | |
| À 1 an | 1,18 | 1,16 | 1,16 | 1,18 | 1,14 | 1,10 | 1,11 | 1,13 | 1,19 | 1,33 | |
| **Livre sterling** | | | | | | | | | | | **0,50** |
| Au jour le jour | 0,50 | 0,50 | 0,49 | 0,48 | 0,48 | 0,51 | 0,50 | 0,55 | 0,52 | 0,53 | |
| À 3 mois | 0,65 | 0,71 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,67 | 0,72 | 0,78 | 0,79 | 0,79 | |
| À 1 an | 1,38 | 1,38 | 1,44 | 1,32 | 1,15 | 1,15 | 1,23 | 1,30 | 1,62 | 1,57 | |
| **Dollar** | | | | | | | | | | | **0,25** |
| Au jour le jour | 0,20 | 0,18 | 0,19 | 0,18 | 0,19 | 0,21 | 0,24 | 0,29 | 0,30 | 0,29 | |
| À 3 mois | 0,52 | 0,43 | 0,37 | 0,36 | 0,41 | 0,38 | 0,43 | 0,54 | 0,77 | 0,82 | |
| À 1 an | 1,08 | 1,01 | 0,98 | 0,97 | 0,93 | 0,91 | 1,11 | 1,34 | 1,38 | 1,20 | |
| **Yen** | | | | | | | | | | | **0,10** |
| Au jour le jour | 0,23 | 0,20 | 0,26 | 0,20 | 0,22 | 0,18 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | |
| À 3 mois | 0,40 | 0,38 | 0,30 | 0,27 | 0,29 | 0,30 | 0,29 | 0,35 | 0,36 | 0,31 | |
| À 1 an | 0,69 | 0,64 | 0,61 | 0,54 | 0,56 | 0,57 | 0,57 | 0,70 | 0,73 | 0,63 | |
| **Taux des emprunts phares à 10 ans** | | | | | | | | | | | |
| France | 3,56 | 3,56 | 3,48 | 3,52 | 3,50 | 3,44 | 3,40 | 3,08 | 3,07 | 2,99 | |
| Allemagne | 3,23 | 3,28 | 3,22 | 3,28 | 3,19 | 3,13 | 3,09 | 2,80 | 2,63 | 2,65 | |
| Zone euro | 3,80 | 3,83 | 3,88 | 4,10 | 4,11 | 3,98 | 4,16 | 3,68 | 3,70 | 3,60 | |
| Royaume-Uni | 3,54 | 3,71 | 3,83 | 3,97 | 4,03 | 4,02 | 4,00 | 3,71 | 3,48 | 3,38 | |
| États-Unis | 3,39 | 3,43 | 3,60 | 3,74 | 3,71 | 3,75 | 3,86 | 3,44 | 3,22 | 3,01 | |
| Japon | 1,33 | 1,36 | 1,27 | 1,34 | 1,34 | 1,35 | 1,35 | 1,28 | 1,21 | 1,10 | |

### Taux du marché interbancaire à 3 mois




### Courbe des rendements des titres d'État – France




*(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*
*Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

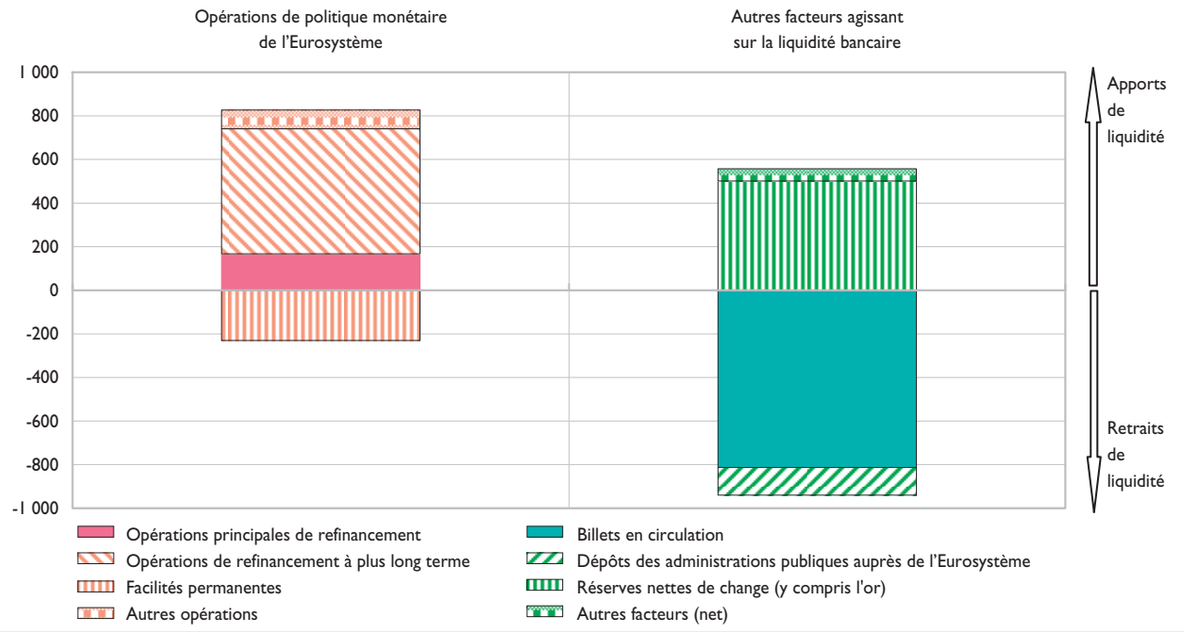
## Figure 28
## Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

*(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 16 juin au 13 juillet 2010)*

| | Apports de liquidité | Retraits de liquidité | Contribution nette |
|---|---|---|---|
| **Contribution à la liquidité du système bancaire** | | | |
| **(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème** | **881,3** | **284,8** | **596,6** |
| Opération principale de refinancement | 167,5 | | 167,5 |
| Opération de refinancement à plus long terme | 573,2 | | 573,2 |
| Facilités permanentes | 0,3 | 230,4 | -230,1 |
| Autres opérations | 140,2 | 54,4 | 85,9 |
| **(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire** | **557,4** | **939,6** | **-382,2** |
| Billets en circulation | | 813,0 | -813,0 |
| Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème | | 126,5 | -126,6 |
| Réserves nettes de change (y compris l'or) | 500,9 | | 500,9 |
| Autres facteurs (net) | 56,5 | | 56,5 |
| **(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)** | | | **214,4** |
| *dont réserves obligatoires* | | | *213,0* |

### Contribution nette à la liquidité du système bancaire

*(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 16 juin au 13 juillet 2010)*




*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 29
## Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

*(en %)*

| Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Opération principale de refinancement | | | Facilité permanente | | | |
| Date de | | Taux fixe | Date de | | Dépôt | Prêt marginal |
| décision | valeur | | décision | valeur | | |
| 05/03/09 | 11/03/09 | 1,50 | 05/03/09 | 11/03/09 | 0,50 | 2,50 |
| 02/04/09 | 08/04/09 | 1,25 | 02/04/09 | 08/04/09 | 0,25 | 2,25 |
| 07/05/09 | 13/05/09 | 1,00 | 07/05/09 | 13/05/09 | 0,25 | 1,75 |

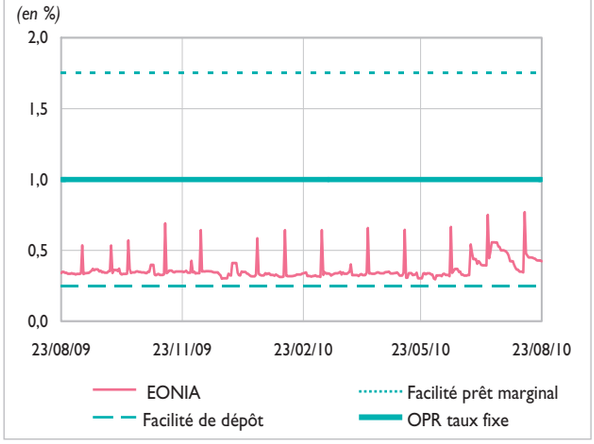
*(en %)*

| Opérations principales de refinancement | | | | Opérations de refinancement à plus long terme | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Taux marginal | Taux moyen pondéré | | | Taux marginal |
| 2010 | 14 juillet (a) | 1,00 | 1,00 | 2010 | 13 mai | 1,00 |
| | 21 juillet | 1,00 | 1,00 | | 27 mai | 1,00 |
| | 28 juillet | 1,00 | 1,00 | | 16 juin | 1,00 |
| | 4 août | 1,00 | 1,00 | | 1 juillet | 1,00 |
| | 11 août | 1,00 | 1,00 | | 14 juillet | 1,00 |
| | 18 août | 1,00 | 1,00 | | 29 juillet | 1,00 |

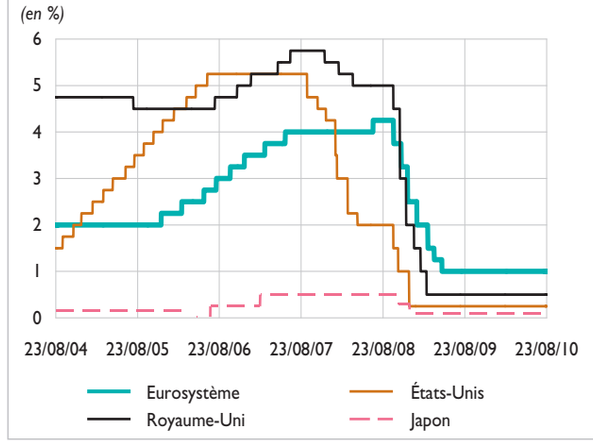
*(en milliards d'euros, taux en %)*

| 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 | |
| 2010 | 9 février | 209,47 | 38,15 | 210,91 | 38,30 | 1,44 | 0,15 | 1,00 |
| | 9 mars | 210,85 | 38,77 | 211,84 | 38,89 | 0,99 | 0,11 | 1,00 |
| | 13 avril | 211,38 | 39,11 | 212,53 | 39,27 | 1,15 | 0,16 | 1,00 |
| | 11 mai | 211,22 | 38,95 | 212,40 | 39,07 | 1,18 | 0,12 | 1,00 |
| | 15 juin | 211,27 | 39,71 | 212,52 | 39,84 | 1,25 | 0,13 | 1,00 |
| | 13 juillet | 213,00 | 40,56 | 214,38 | 40,87 | 1,38 | 0,31 | 1,00 |

### Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA




### Taux directeurs des banques centrales




*(a) Appel d'offres à taux fixe*

*Sources : Banque centrale européenne, SEBC*

*Réalisé le 24 août 2010*

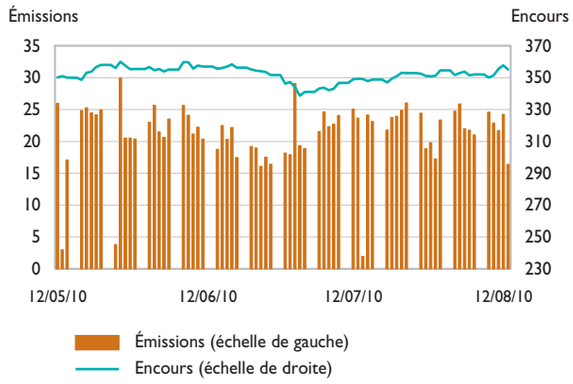
## Figure 30
## Titres de créances négociables – France

**Certificats de dépôt**

| | En milliards d'euros (a) | | Nombre d'émetteurs |
|---|---|---|---|
| | Émissions | Encours | |
| 15/05/10 au 21/05/10 | 123,72 | 357,91 | 195 |
| 22/05/10 au 28/05/10 | 95,21 | 355,44 | 196 |
| 29/05/10 au 04/06/10 | 114,29 | 355,09 | 195 |
| 05/06/10 au 11/06/10 | 113,53 | 356,96 | 194 |
| 12/06/10 au 18/06/10 | 101,22 | 356,25 | 194 |
| 19/06/10 au 25/06/10 | 88,19 | 351,66 | 194 |
| 26/06/10 au 02/07/10 | 103,45 | 340,96 | 191 |
| 03/07/10 au 09/07/10 | 115,27 | 346,62 | 191 |
| 10/07/10 au 16/07/10 | 97,98 | 348,76 | 190 |
| 17/07/10 au 23/07/10 | 120,41 | 352,82 | 192 |
| 24/07/10 au 30/07/10 | 103,72 | 354,59 | 193 |
| 31/07/10 au 06/08/10 | 115,40 | 352,08 | 191 |
| 07/08/10 au 13/08/10 | 109,88 | 355,12 | 191 |

**Certificats de dépôt**

*(données quotidiennes en milliards d'euros)*

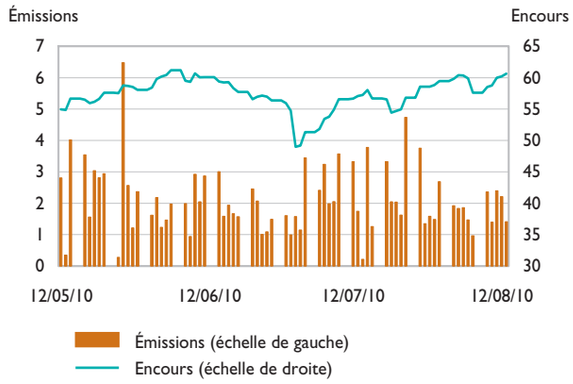



**Billets de trésorerie**

| | En milliards d'euros (a) | | Nombre d'émetteurs |
|---|---|---|---|
| | Émissions | Encours | |
| 15/05/10 au 21/05/10 | 13,89 | 57,60 | 82 |
| 22/05/10 au 28/05/10 | 12,91 | 58,08 | 83 |
| 29/05/10 au 04/06/10 | 8,47 | 61,18 | 81 |
| 05/06/10 au 11/06/10 | 10,76 | 60,09 | 83 |
| 12/06/10 au 18/06/10 | 9,77 | 57,70 | 84 |
| 19/06/10 au 25/06/10 | 8,11 | 56,37 | 81 |
| 26/06/10 au 02/07/10 | 8,77 | 51,33 | 76 |
| 03/07/10 au 09/07/10 | 13,25 | 56,57 | 78 |
| 10/07/10 au 16/07/10 | 10,33 | 56,70 | 77 |
| 17/07/10 au 23/07/10 | 13,78 | 56,79 | 78 |
| 24/07/10 au 30/07/10 | 10,86 | 59,46 | 83 |
| 31/07/10 au 06/08/10 | 8,05 | 57,60 | 83 |
| 07/08/10 au 13/08/10 | 9,78 | 60,63 | 83 |

**Billets de trésorerie**

*(données quotidiennes en milliards d'euros)*

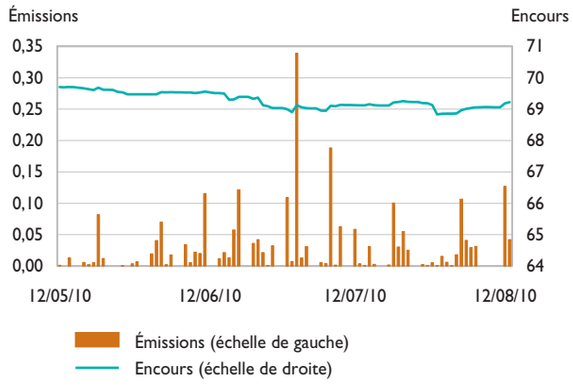



**Bons à moyen terme négociables**

| | En milliards d'euros (a) | | Nombre d'émetteurs |
|---|---|---|---|
| | Émissions | Encours | |
| 15/05/10 au 21/05/10 | 0,11 | 69,62 | 130 |
| 22/05/10 au 28/05/10 | 0,01 | 69,47 | 130 |
| 29/05/10 au 04/06/10 | 0,15 | 69,54 | 130 |
| 05/06/10 au 11/06/10 | 0,20 | 69,56 | 130 |
| 12/06/10 au 18/06/10 | 0,23 | 69,39 | 130 |
| 19/06/10 au 25/06/10 | 0,13 | 69,04 | 130 |
| 26/06/10 au 02/07/10 | 0,50 | 69,03 | 130 |
| 03/07/10 au 09/07/10 | 0,26 | 69,14 | 130 |
| 10/07/10 au 16/07/10 | 0,10 | 69,13 | 130 |
| 17/07/10 au 23/07/10 | 0,21 | 69,24 | 131 |
| 24/07/10 au 30/07/10 | 0,02 | 68,85 | 131 |
| 31/07/10 au 06/08/10 | 0,23 | 69,06 | 131 |
| 07/08/10 au 13/08/10 | 0,17 | 69,22 | 131 |

**Bons à moyen terme négociables**

*(données quotidiennes en milliards d'euros)*



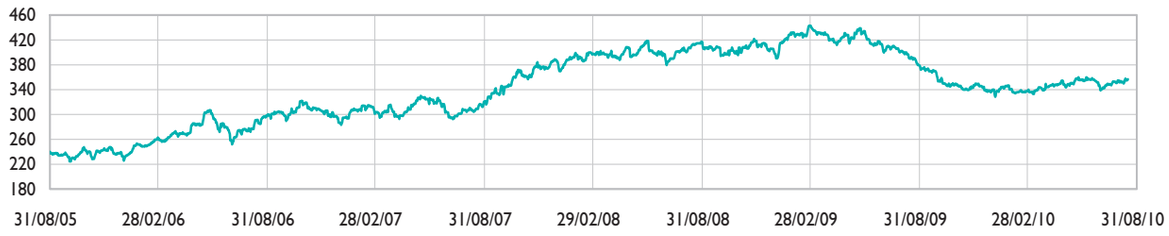

*(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 31**
**Titres de créances négociables – France**

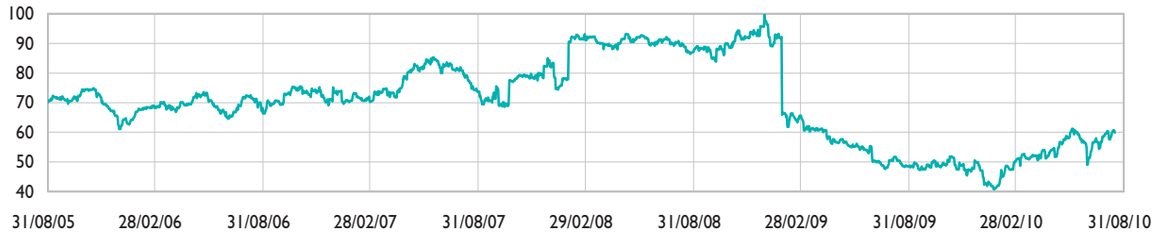
**Certificats de dépôt**

*(encours journalier en milliards d'euros)*



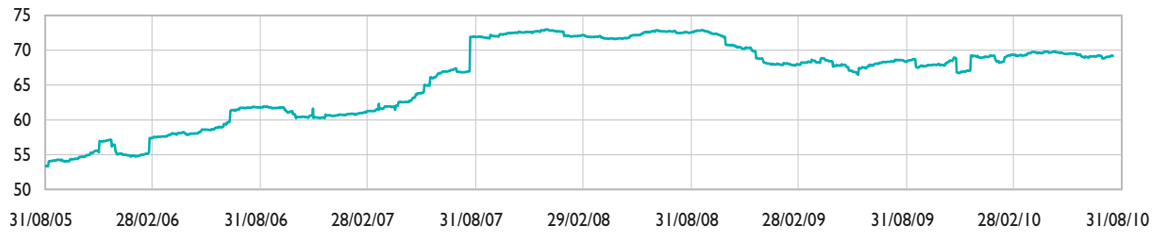

**Billets de trésorerie**

*(encours journalier en milliards d'euros)*



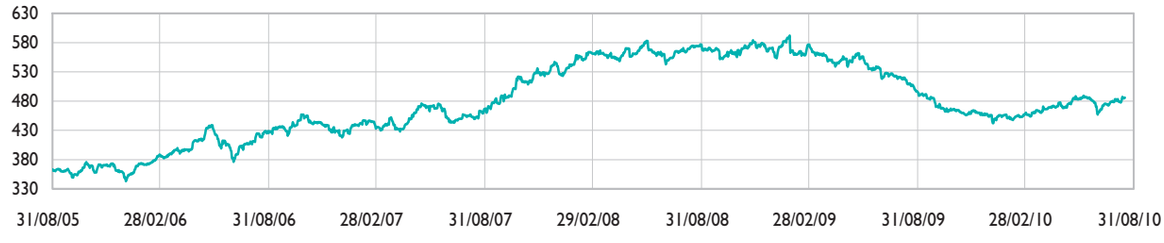

**Bons à moyen terme négociables**

*(encours journalier en milliards d'euros)*




**Titres de créances négociables, encours cumulés**

*(encours journalier en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010v*

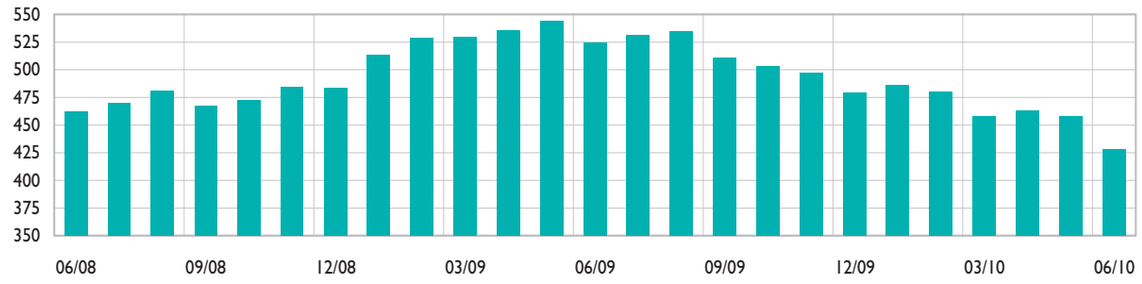
## Figure 32
## Titres d'OPCVM – France

*(en milliards d'euros)*

| | 2009 | | 2010 | 2010 |
|---|---|---|---|---|
| | sept. | déc. | mars | juin |
| **Actif net des OPCVM par catégories** | | | | |
| OPCVM monétaires | 510,80 | 479,20 | 458,05 | 428,14 |
| OPCVM obligations | 174,73 | 178,57 | 205,89 | |
| OPCVM actions | 241,74 | 255,97 | 262,08 | |
| OPCVM diversifiés | 251,64 | 261,13 | 261,76 | |
| OPCVM de fonds alternatifs | 16,40 | 16,40 | 16,56 | |
| OPCVM garantis | 0,01 | 0,01 | 0,01 | |
| Fonds à formule | 68,43 | 67,06 | 66,91 | |

**Actif net des OPCVM monétaires**

*(en milliards d'euros)*




*Source : Banque de France*

*Réalisé le 24 août 2010*

**Figure 33**
**Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français**

*(en milliards d'euros)*

| | Encours (a) | | Émissions nettes (b) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | 2010 | Cumul | 2010 | | |
| | juil. (c) | juil. (c) | 12 mois | mai (c) | juin (c) | juil. (c) |
| **Titres de dette des résidents français** | | | | | | |
| **Total** | **2 869,0** | **3 078,7** | **184,6** | **10,5** | **19,1** | **20,3** |
| Sociétés non financières | 337,0 | 376,7 | 34,2 | 0,5 | 0,7 | 1,1 |
| *court terme (≤ 1 an)* | *25,9* | *21,9* | *-3,9* | *0,1* | *-2,8* | *0,8* |
| *long terme (> 1 an)* | *311,2* | *354,8* | *38,1* | *0,4* | *3,5* | *0,3* |
| Administrations publiques | 1 216,5 | 1 333,8 | 113,5 | 11,7 | 6,5 | 7,4 |
| *court terme (≤ 1 an)* | *218,6* | *238,0* | *17,9* | *3,8* | *-1,7* | *3,5* |
| *long terme (> 1 an)* | *998,0* | *1 095,9* | *95,7* | *7,9* | *8,2* | *3,8* |
| Institutions financières monétaires | 1 121,5 | 1 156,7 | 22,6 | -3,8 | 12,4 | 10,8 |
| *court terme (≤ 1 an)* | *356,8* | *322,3* | *-34,6* | *-2,6* | *8,9* | *3,9* |
| *long terme (> 1 an)* | *764,7* | *834,5* | *57,1* | *-1,1* | *3,4* | *6,9* |
| Institutions financières non monétaires (d) | 193,9 | 211,4 | 14,3 | 2,0 | -0,5 | 1,1 |

*(en milliards d'euros)*

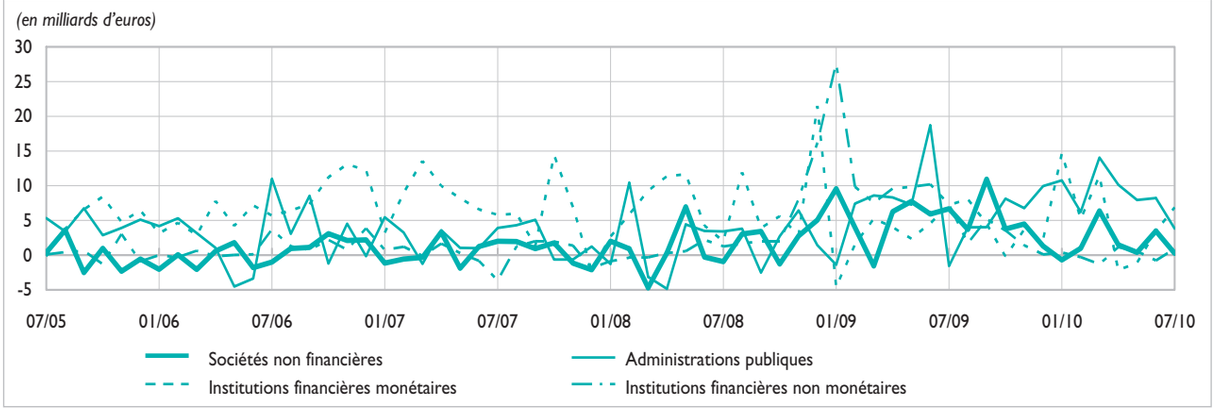
| | Encours (e) | | Émissions nettes (b) | | | Émissions brutes (f) | Rachats (f) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009 | 2010 | Cumul | 2010 | | Cumul | Cumul |
| | juil. | juil. | 12 mois | juin | juil. | 12 mois | 12 mois |
| **Actions françaises cotées** | | | | | | | |
| **Total** | **1 101,0** | **1 242,1** | **25,6** | **0,2** | **0,9** | **28,1** | **2,6** |
| Sociétés non financières | 933,7 | 1 049,4 | 10,9 | -0,8 | 0,8 | 13,3 | 2,5 |
| Institutions financières monétaires | 119,2 | 142,6 | 12,2 | 1,0 | 0,1 | 12,2 | 0,1 |
| Institutions financières non monétaires | 48,0 | 50,1 | 2,5 | 0,1 | 0,0 | 2,6 | 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) Y compris parts émises par les FCC*
*(e) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.*
*(f) Données non cvs*

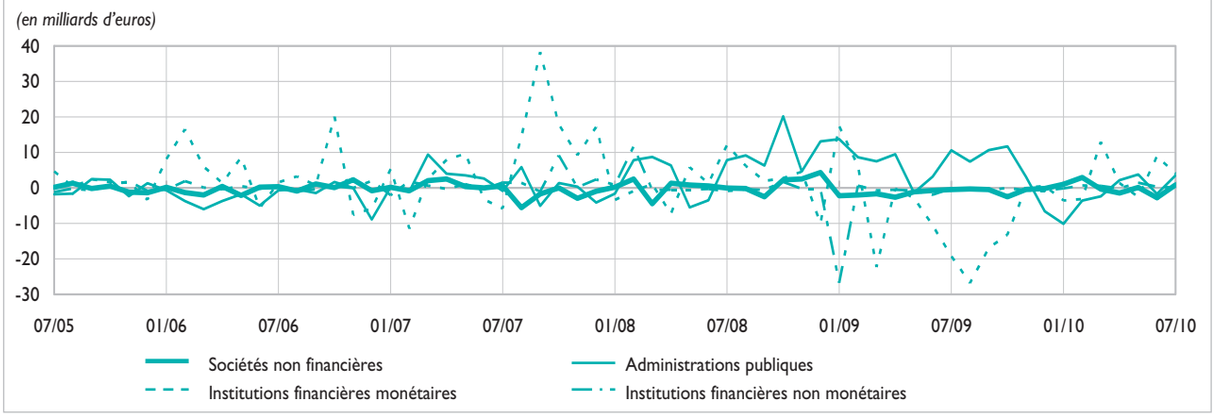
*Source : Banque de France* *Réalisé le 26 août 2010*

**Figure 34**
**Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur**

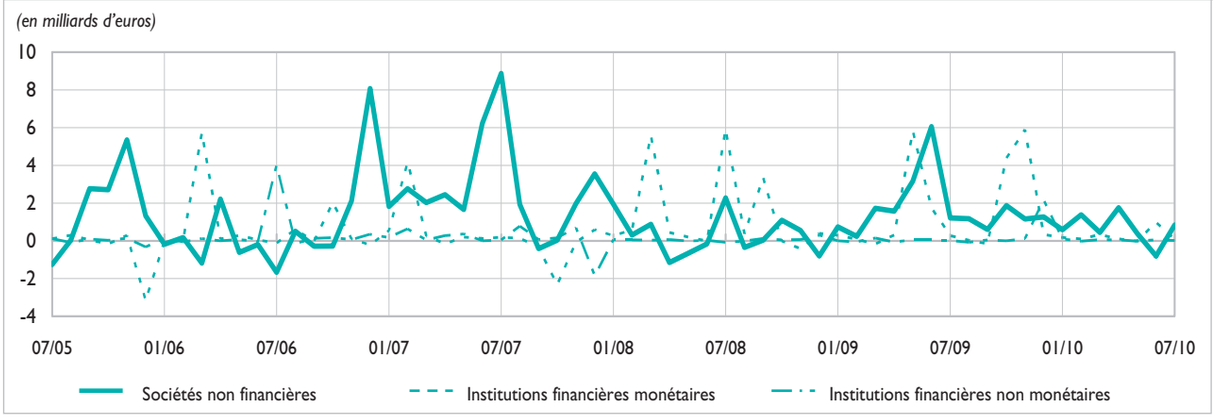
**Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées**




**Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées**




**Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées**



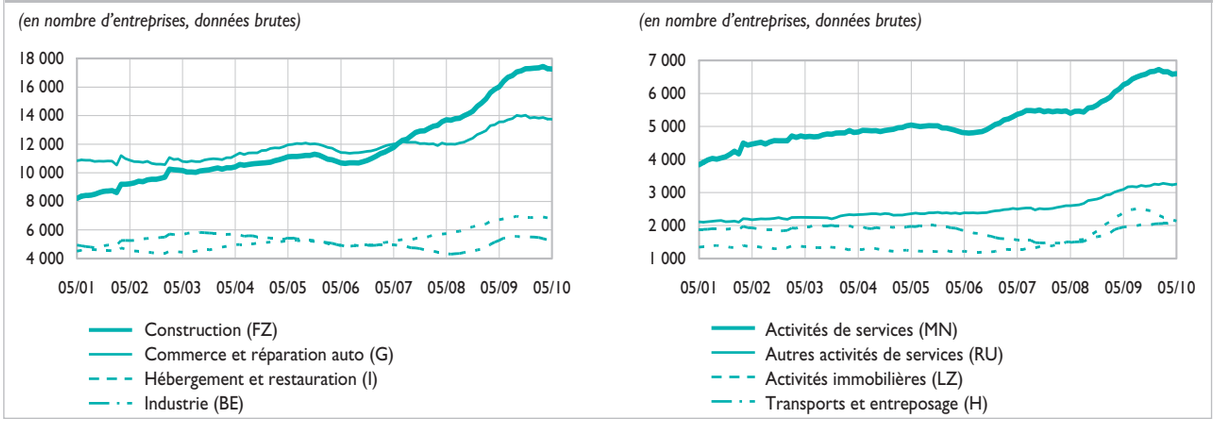

*Source : Banque de France* *Réalisé le 26 août 2010*

## Figure 35
## État des défaillances d'entreprises par secteur – France

*(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)*

| | 2009 | | | | | | | | 2010 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | mai | juin | juil. | août | sept. | oct. | nov. | déc. | janv. | fév. | mars | avril | mai |
| Agriculture, sylviculture, pêche (AZ) | 1 326 | 1 324 | 1 322 | 1 342 | 1 364 | 1 374 | 1 359 | 1 343 | 1 360 | 1 380 | 1 365 | 1 344 | 1 344 |
| Industrie (BE) | 5 265 | 5 417 | 5 476 | 5 523 | 5 555 | 5 506 | 5 523 | 5 509 | 5 496 | 5 465 | 5 392 | 5 314 | 5 266 |
| Construction (FZ) | 16 013 | 16 412 | 16 672 | 16 800 | 17 068 | 17 134 | 17 284 | 17 294 | 17 318 | 17 348 | 17 441 | 17 293 | 17 257 |
| Commerce et réparation auto (G) | 13 555 | 13 568 | 13 709 | 13 799 | 14 017 | 13 964 | 14 032 | 13 844 | 13 871 | 13 829 | 13 863 | 13 763 | 13 746 |
| Transports et entreposage (H) | 1 954 | 1 961 | 1 969 | 1 993 | 2 027 | 2 024 | 2 013 | 2 050 | 2 057 | 2 058 | 2 058 | 2 027 | 2 046 |
| Hébergement et restauration (I) | 6 715 | 6 772 | 6 795 | 6 861 | 6 965 | 6 893 | 6 873 | 6 863 | 6 883 | 6 891 | 6 910 | 6 845 | 6 818 |
| Information et communication (JZ) | 1 544 | 1 550 | 1 595 | 1 614 | 1 635 | 1 634 | 1 657 | 1 685 | 1 684 | 1 719 | 1 702 | 1 668 | 1 689 |
| Activités financières et d'assurance (KZ) | 1 053 | 1 082 | 1 109 | 1 118 | 1 111 | 1 123 | 1 130 | 1 132 | 1 139 | 1 113 | 1 097 | 1 091 | 1 087 |
| Activités immobilières (LZ) | 2 388 | 2 456 | 2 487 | 2 508 | 2 501 | 2 469 | 2 451 | 2 372 | 2 306 | 2 246 | 2 236 | 2 170 | 2 138 |
| Activités de services (MN) | 6 266 | 6 325 | 6 436 | 6 498 | 6 547 | 6 584 | 6 662 | 6 669 | 6 725 | 6 660 | 6 659 | 6 584 | 6 600 |
| Enseignement, santé, action sociale (OQ) | 1 354 | 1 380 | 1 361 | 1 369 | 1 379 | 1 338 | 1 298 | 1 294 | 1 293 | 1 317 | 1 323 | 1 308 | 1 319 |
| Autres activités de services (RU) | 3 095 | 3 169 | 3 183 | 3 166 | 3 211 | 3 189 | 3 204 | 3 257 | 3 243 | 3 277 | 3 257 | 3 230 | 3 255 |
| Secteur inconnu | 128 | 128 | 125 | 128 | 125 | 122 | 122 | 112 | 106 | 112 | 111 | 107 | 107 |
| **Total des secteurs** | **60 656** | **61 544** | **62 239** | **62 719** | **63 505** | **63 354** | **63 608** | **63 424** | **63 481** | **63 415** | **63 414** | **62 744** | **62 672** |

### Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois




*NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.*

*Source : Banque de France* *Réalisé le 24 août 2010*

## Figure 36
## Systèmes de paiement de masse – France

*(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)*

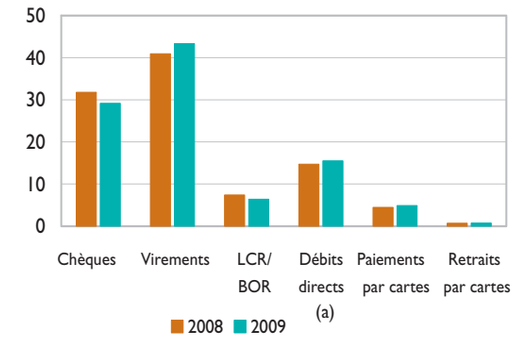
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | mai | juin | juil. | Part |
| Chèques | 7 132 | 6 974 | 6 533 | 5 700 | 5 187 | 5 682 | 6 340 | 30,4 |
| Virements | 7 342 | 7 904 | 8 413 | 8 473 | 8 167 | 9 216 | 9 288 | 44,5 |
| dont virements SEPA | - | - | 29 | 95 | 345 | 792 | 916 | 4,4 |
| LCR/BOR | 1 593 | 1 555 | 1 523 | 1 250 | 1 150 | 1 149 | 1 145 | 5,5 |
| Prélèvements | 1 705 | 1 739 | 1 814 | 1 801 | 1 723 | 1 879 | 1 732 | 8,3 |
| TIP | 155 | 150 | 147 | 143 | 130 | 73 | 72 | 0,3 |
| Télérèglements | 842 | 975 | 1 061 | 1 082 | 1 128 | 1 325 | 1 072 | 5,1 |
| Paiements par cartes | 819 | 864 | 921 | 957 | 1 033 | 957 | 1 073 | 5,1 |
| Retraits par cartes | 139 | 140 | 142 | 143 | 148 | 143 | 155 | 0,7 |
| **Total** | **19 727** | **20 300** | **20 554** | **19 550** | **18 667** | **20 424** | **20 877** | **100,0** |

*(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)*

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | mai | juin | juil. | Part |
| Chèques | 12 159 | 11 561 | 10 996 | 10 287 | 9 119 | 9 728 | 9 573 | 18,8 |
| Virements | 7 239 | 7 344 | 7 425 | 7 527 | 6 869 | 7 697 | 7 345 | 14,4 |
| dont virements SEPA | - | - | 13 | 38 | 122 | 307 | 335 | 0,7 |
| LCR/BOR | 390 | 370 | 355 | 334 | 321 | 316 | 317 | 0,6 |
| Prélèvements | 7 628 | 7 863 | 7 864 | 8 163 | 7 844 | 8 718 | 7 930 | 15,6 |
| TIP | 491 | 458 | 425 | 394 | 316 | 311 | 311 | 0,6 |
| Télérèglements | 27 | 38 | 47 | 56 | 68 | 41 | 66 | 0,1 |
| Paiements par cartes | 17 339 | 18 146 | 19 219 | 20 542 | 22 098 | 20 579 | 22 893 | 44,9 |
| Retraits par cartes | 2 497 | 2 467 | 2 462 | 2 454 | 2 526 | 2 493 | 2 534 | 5,0 |
| **Total** | **47 771** | **48 248** | **48 794** | **49 757** | **49 162** | **49 884** | **50 970** | **100,0** |

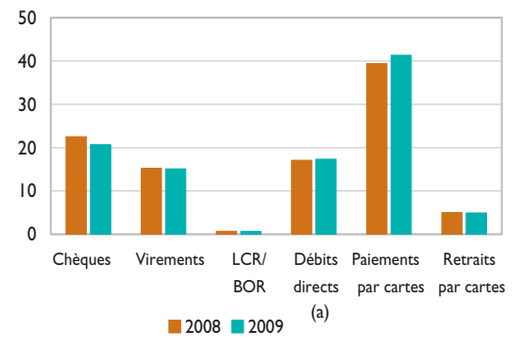
### Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

*(% 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 télérèglements*

*Sources : GSIT, STET*

*Réalisé le 24 août 2010*

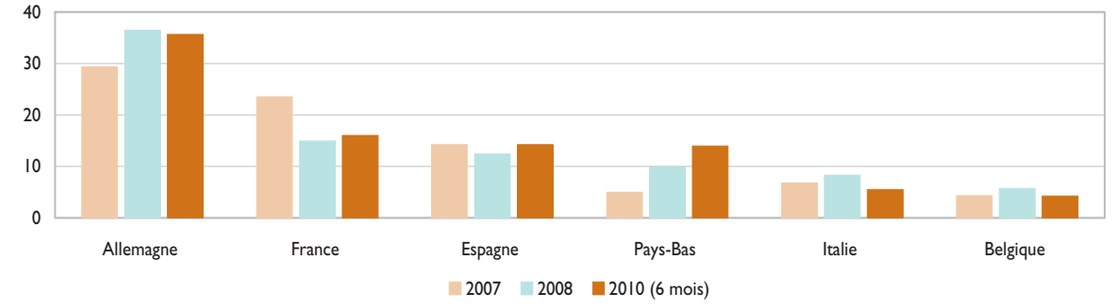
## Figure 37
## Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

*(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)*

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | avril | mai | juin | Part |
| France | 530 | 569 | 398 | 367 | 435 | 382 | 404 | 16,3 |
| Allemagne | 591 | 711 | 972 | 707 | 827 | 884 | 891 | 36,0 |
| Autriche | 31 | 35 | 59 | 28 | 28 | 30 | 29 | 1,2 |
| Belgique | 76 | 104 | 152 | 106 | 101 | 100 | 99 | 4,0 |
| Chypre | – | – | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 0,1 |
| Espagne | 296 | 344 | 331 | 356 | 332 | 365 | 300 | 12,1 |
| Finlande | 15 | 24 | 33 | 28 | 36 | 41 | 52 | 2,1 |
| Grèce | 27 | 33 | 30 | 29 | 31 | 32 | 28 | 1,1 |
| Irlande | 26 | 29 | 32 | 30 | 30 | 30 | 29 | 1,2 |
| Italie | 148 | 165 | 221 | 133 | 129 | 135 | 134 | 5,4 |
| Luxembourg | 31 | 39 | 60 | 40 | 40 | 42 | 39 | 1,6 |
| Malte | – | – | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0,0 |
| Pays-Bas (a) | 100 | 121 | 264 | 287 | 303 | 328 | 385 | 15,6 |
| Portugal | 13 | 13 | 16 | 17 | 15 | 20 | 19 | 0,8 |
| Slovaquie | – | – | – | 3 | 3 | 2 | 2 | 0,1 |
| Slovénie | – | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0,1 |
| EPM-BCE | 20 | 27 | 43 | 47 | 39 | 40 | 42 | 1,7 |
| **Total TARGET2 zone euro (b)** | **1 904** | **2 217** | **2 614** | **2 182** | **2 352** | **2 435** | **2 460** | **99,4** |
| Hors zone euro | 188 | 202 | 53 | 16 | -29 | 17 | 14 | 0,6 |
| **Total TARGET2 Union européenne (b)** | **2 092** | **2 419** | **2 667** | **2 198** | **2 323** | **2 452** | **2 474** | **100,0** |
| **Euro1 (c)** | **189** | **228** | **287** | **255** | **250** | **255** | **263** | |

### Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

*(% des capitaux échangés)*




*La somme des composants 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.*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

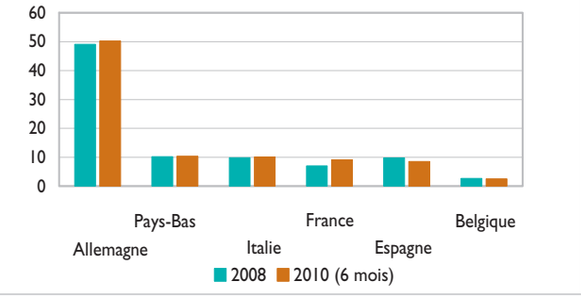
## Figure 38
## Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

*(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)*

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | avril | mai | juin | Part |
| France | 17 953 | 19 192 | 25 992 | 29 773 | 33 655 | 31 176 | 34 160 | 9,7 |
| Allemagne | 148 613 | 164 187 | 181 625 | 174 695 | 186 896 | 174 326 | 176 436 | 50,1 |
| Autriche | 13 073 | 15 222 | 14 199 | 6 539 | 5 623 | 5 291 | 5 311 | 1,5 |
| Belgique | 6 802 | 7 993 | 9 884 | 8 517 | 9 888 | 8 370 | 8 939 | 2,5 |
| Chypre | – | – | 392 | 389 | 462 | 472 | 502 | 0,1 |
| Espagne | 37 439 | 41 792 | 36 167 | 29 580 | 30 901 | 29 901 | 30 373 | 8,6 |
| Finlande | 1 223 | 1 392 | 1 587 | 1 652 | 1 681 | 1 565 | 1 623 | 0,5 |
| Grèce | 5 951 | 6 334 | 5 117 | 5 692 | 5 979 | 5 827 | 6 006 | 1,7 |
| Irlande | 4 775 | 5 334 | 5 139 | 4 824 | 5 449 | 4 992 | 5 053 | 1,4 |
| Italie | 42 934 | 45 111 | 36 491 | 33 943 | 39 181 | 38 076 | 35 235 | 10,0 |
| Luxembourg | 2 631 | 3 399 | 3 037 | 2 847 | 3 116 | 2 977 | 2 984 | 0,8 |
| Malte | – | – | 50 | 59 | 73 | 71 | 59 | 0,0 |
| Pays-Bas (a) | 17 849 | 27 685 | 37 745 | 36 930 | 38 106 | 34 403 | 33 741 | 9,6 |
| Portugal | 4 190 | 4 774 | 5 072 | 4 191 | 4 213 | 4 464 | 4 221 | 1,2 |
| Slovaquie | – | – | – | 606 | 575 | 578 | 544 | 0,2 |
| Slovénie | – | 3 152 | 3 018 | 3 073 | 3 149 | 3 072 | 3 128 | 0,9 |
| EPM-BCE | 156 | 169 | 176 | 312 | 327 | 331 | 347 | 0,1 |
| **Total TARGET2 zone euro (b)** | **303 589** | **345 738** | **365 690** | **343 621** | **369 275** | **345 891** | **348 661** | **99,0** |
| Hors zone euro | 22 607 | 20 442 | 4 277 | 2 364 | 3 322 | 3 137 | 3 544 | 1,0 |
| **Total TARGET2 Union européenne (b)** | **326 196** | **366 179** | **369 967** | **345 985** | **372 597** | **349 028** | **352 205** | **100,0** |
| **Euro1 (c)** | **187 163** | **211 217** | **250 766** | **227 674** | **246 979** | **229 841** | **236 584** | |

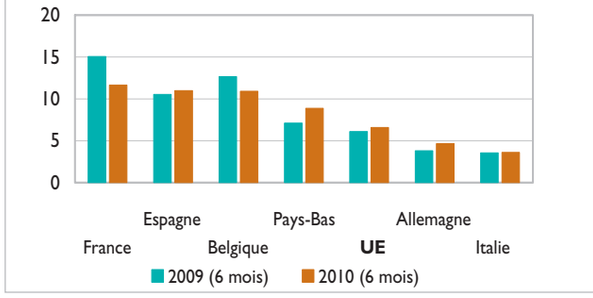
### Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

*(% des volumes échangés)*




### Montant moyen d'une opération dans le système TARGET2 de l'Union européenne

*(en millions d'euros)*




*La somme des composants ne peut 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.*

*Sources : Banque de France, Banque centrale européenne* *Réalisé le 24 août 2010*

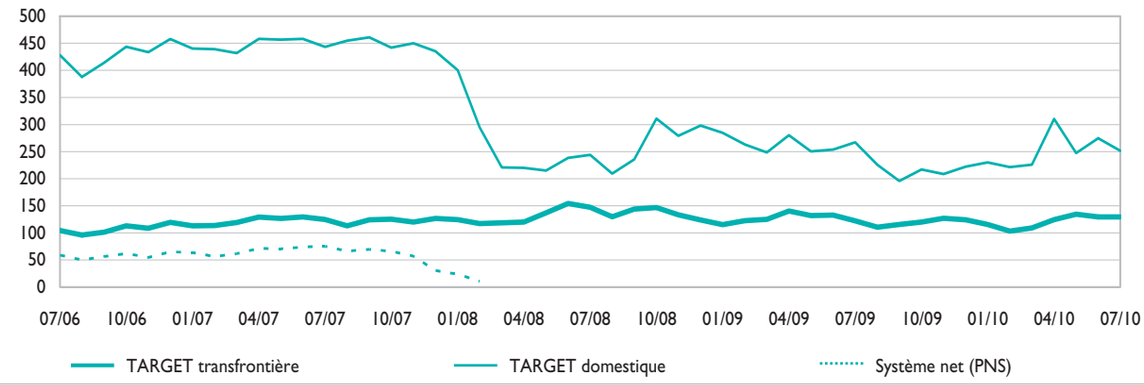
## Figure 39
## Systèmes de paiement de montant élevé – France

*(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)*

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | mai | juin | juil. | Part |
| **Garanties mobilisées dans TARGET domestique France (b)** | | | | | | | | |
| Titres français négociables | 14,2 | 11,5 | 51,2 | 114,6 | 105,7 | 106,6 | 99,8 | 30,2 |
| Créances privées | 7,4 | 18,6 | 79,9 | 129,0 | 148,9 | 150,9 | 152,7 | 46,2 |
| Titres mobilisés *via* le CCBM | 7,2 | 7,2 | 62,8 | 79,9 | 83,1 | 81,0 | 71,3 | 21,6 |
| Autres titres étrangers (c) | 8,4 | 8,8 | 8,2 | 7,9 | 4,5 | 6,2 | 6,7 | 2,0 |
| **Total** | **37,2** | **46,1** | **202,1** | **331,3** | **342,2** | **344,7** | **330,5** | **100,0** |

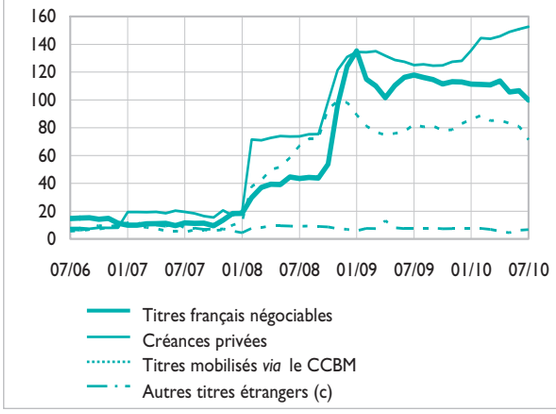
### Évolution mensuelle des capitaux échangés (a)

*(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)*

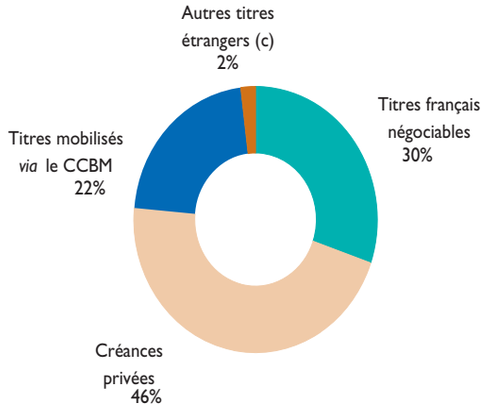



### Évolution mensuelle des garanties mobilisées (b)

*(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)*




### Garanties mobilisées en juillet 2010 (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 24 août 2010*

# Notice méthodologique

## 1| Situation économique générale

### 1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée 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 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

### 1|2 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.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt 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.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

#### Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle, c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et

[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)

des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme 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 économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur économique auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

• les autorités monétaires, c'est-à-dire 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 hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

• les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

## Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI), les composantes types 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 véritable système 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 indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le compte de transactions courantes regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

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, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les services de communication, les services de construction, les services d'assurance, les services financiers, les services informatiques et d'information, les redevances et droits de licence, les autres services

aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais 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 (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. 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. 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 et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment 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 et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. 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 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 — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur…).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des 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.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations internationales (FMI, Eurostat, BCE), les

investissements directs couvrent 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.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

• une entreprise « 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.

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 ».

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 crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison mère étrangère.

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 créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets 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 prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille comprennent 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 prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, 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).

Depuis le 1er février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les autres investissements sont une rubrique résiduelle qui englobe 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. Elle 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), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. 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) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

## I|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de recenser, 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 revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du cinquième *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, 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 ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. 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 affiliés résidents 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. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. 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, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

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 comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La position-titres (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats

sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) 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, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (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'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (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 instruments du marché monétaire) 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 (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les encours de produits dérivés comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les autres investissements comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

### Secteurs économiques

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

Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (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 (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

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

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

### 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 Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

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

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

*M1* = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

*M3* = *M2* + pensions + titres d'OPCVM monétaires + 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 ».

# 3| Autres statistiques

## Systèmes de paiement

CCBM : *Correspondent Central Banking Model*

Euro 1 (ABE) : Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro

GSIT : Groupement pour un Système interbancaire de télécompensation (GIE en charge de la gestion du SIT, ancien système de paiements de détail français, en fonction de 1992 au 25 octobre 2008)

PNS : *Paris Net Settlement* (système français de paiement de montant élevé en fonction entre 1999 et le 16 février 2008)

POPS : *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä* (système finlandais de paiement)

RTGS : *Real-Time Gross Settlement System* (système de paiement de montant élevé à règlement brut et en temps réel)

STEP1 : Système de paiement de détail européen de l'Association bancaire pour l'euro

CORE : *Compensation Retail* (système de paiement de détail géré par la société STET — Systèmes technologiques d'échange et de traitement)

TARGET : *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System* (système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 19 mai 2008)

TARGET 2 : Système TARGET de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007

TBF : Transferts Banque de France (système français de paiement de montant élevé à règlement brut en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 18 février 2008)

# Séries chronologiques

## Taux

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/taux/taux.htm*

- Les taux de change (euro contre devises)
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Les taux de l'usure

## Monnaie

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/monnaie/monnaie.htm*

- Les évolutions monétaires de la France
- Les agrégats monétaires de la zone euro
- Monnaie et placements France et zone euro

## Titres, crédit et dépôts

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres.htm*

- Dépôts et placements
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers

## Activité bancaire et financière

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/activite/activite.htm*

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

## Économie et conjoncture

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie.htm*

- Balance des paiements
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises
- Publications régionales

## Base de données

*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/base.htm*

- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émissions de titres
- Endettement des agents non financiers
- Endettement des agents non financiers dans les autres pays
- Taux d'intermédiation financière
- Comptes nationaux financiers
- Activité financière internationale
- Balance des paiements
- Position extérieure
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises : délais de paiement
- Système et moyens de paiements
- Banque de France : situations hebdomadaires (historique 1898-1974)

# DIVERS

## Abréviations

### Organismes et institutions

**BCE** Banque centrale européenne
**BCEAO** Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
**BCN** Banque centrale nationale
**BEA** *Bureau of Economic Analysis*
**BEAC** Banque des États de l'Afrique centrale
**BIT** Bureau international du travail
**BLS** *Bureau of Labour Statistics*
**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)
**Euronext** Bourse paneuropéenne, née en 2000
**Eurostat** Office statistique de l'Union européenne
**FMI** Fonds monétaire international
**FOMC** *Federal Open Market Committee*
**IFM** Institutions financières monétaires
**INSEE** Institut national de la statistique et des études économiques
**OCDE** Organisation de coopération et de développement économiques

### Indices

**CAC 40** Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
**DAX** Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
**DOW JONES** Indice américain
**Eonia** *Euro over night index average*
**EUROSTOXX 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 indiciels sur défaut
**IPCH** Indice des prix à la consommation harmonisé
**IPCN** Indice des prix à la consommation national
**ISM** Indice américain de l'activité industrielle
**MIDCAC** Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
**NASDAQ** Indice des valeurs technologiques américaines
**NIKKEI** Indice japonais
**NM** Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
**SBF 120** Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
**SBF 250** Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
**SP 500** Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

### Pays

**AT** Autriche
**AU** Australie
**BE** Belgique
**BG** Bulgarie
**CA** Canada
**CY** Chypre
**CZ** République tchèque
**DE** Allemagne
**EE** Estonie
**ES** Espagne
**FI** Finlande
**FR** France
**GB** Royaume-Uni
**GR** Grèce
**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
**SE** Suède
**SI** Slovénie
**SK** Slovaquie
**US** États-Unis
**ZE** Zone euro

### Zones économiques

**CEMAC** Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
**PECO** Pays de l'Europe centrale et orientale
**ZE à 16** Zone euro à seize pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
**UE à 27** Union européenne à vingt-sept pays (ZE à 16 + Bulgarie, Danemark, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
**UEM** Union économique et monétaire
**UEMOA** Union économique et monétaire ouest-africaine

## 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/frêt franco-à-bord
**CDO** Obligation sur dette collatéralisée
**CDN** Certificat de dépôt négociable
**CDS** *Credit default swaps*
**CEL** Compte épargne-logement
**Cjo** Données corrigées des jours ouvrés
**CODEVI** Compte pour le développement industriel
**Cvs** Données corrigées des variations saisonnières
**EC** Établissement de crédit
**EI** Entreprise d'investissement
**EIT** Endettement intérieur total
**EMTN** *Euro medium term notes*
**Euribor** *Euro interbank offered rate*
**FAB/FAB** Franco-à-bord/Franco-à-bord
**FBCF** Formation brute de capital fixe
**FCC** Fonds commun de créance
**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
**Libor** *London interbank offered rate*
**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** *Over-the-counter* (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
**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* (http://www.banque-france.fr/fr/publications/publications.htm).

## Rapport annuel de la Banque de France

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm*

## Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm*

### Année 2008

« TARGET2 et l'intégration financière européenne », n° 169, janvier
« TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement », n° 169, janvier
« Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ? », n° 169, janvier
« Entre concurrence et efficience : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper », n° 169, janvier
« Évolutions récentes du crédit aux ménages en France », n° 169, janvier

« Les comptes financiers de la Nation en 2007 : sur fond de tensions sur les marchés financiers, dynamisme persistant du crédit aux agents non financiers », n° 170, février
« La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006 — Baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », n° 170, février
« Globalisation, inflation et politique monétaire — Synthèse du colloque international de la Banque de France », n° 170, février
« Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2007 », n° 170, février
« Le coût du crédit aux entreprises — enquête trimestrielle portant sur janvier », n° 170, février

« Pourquoi calculer un indicateur du climat des affaires dans les services ? », n° 171, mars
« OPTIM : un outil de prévision trimestrielle du PIB de la France », n° 171, mars
« L'apport des indicateurs de retournement cyclique à l'analyse conjoncturelle », n° 171, mars
« Couplage ou découplage ? Une analyse de la corrélation des cycles entre pays », n° 171, mars
« L'Union monétaire, l'euro et l'opinion publique », n° 171, mars
« La gouvernance des banques centrales dans les pays émergents et en développement : le cas de l'Afrique subsaharienne », n° 171, mars

« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2007 », n° 172, avril
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2006 », n° 172, avril
« La gestion globale des garanties », n° 172, avril
« La croissance des crédits dans les pays d'Europe centrale et orientale est-elle excessive ? », n° 172, avril

« D'où vient la dégradation du solde commercial français hors énergie ? Une analyse par types de produits », n° 173, mai-juin
« L'essor des importations européennes de biens intermédiaires depuis des pays à bas salaires — Des modèles différents d'externalisation au 'Sud' », n° 173, mai-juin
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2007 », n° 173, mai-juin
« Les transferts de revenus des migrants : quel impact sur le développement économique et financier des pays d'Afrique subsaharienne ? », n° 173, mai-juin

« La préparation d'une place financière à une crise opérationnelle : l'approche française », n° 174, juillet-août
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 2007 », n° 174, juillet-août
« La situation des PME de l'industrie manufacturière (PMI) : un exercice 2007 satisfaisant, mais des perspectives plus incertaines en 2008 », n° 174, juillet-août
« Les crédits aux sociétés non financières en France : évolutions récentes », n° 174, juillet-août
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2007 », n° 174, juillet-août

## Année 2009

« Les grands traits de la situation financière des entreprises fin 2007 », n° 175, 1er trimestre
« La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », n° 175, 1er trimestre
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 — Trente années au rythme des plus-values immobilières et boursières », n° 175, 1er trimestre
« Typologie des situations de surendettement », n° 175, 1er trimestre
« Le remboursement des billets en francs — Premier bilan, sept ans après l'introduction des billets en euro », n° 175, 1er trimestre

« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2008 : les taux d'endettement des agents non financiers augmentent toujours », n° 176, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », n° 176, 2e trimestre
« La formation des professionnels à l'authentification des billets de banque — Un axe essentiel de la lutte contre la contrefaçon », n° 176, 2e trimestre

« Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 177, 3e trimestre
« La situation des PMI en 2008 : la résistance de l'activité en début d'année a limité l'impact de la récession sur les comptes », n° 177, 3e trimestre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3e trimestre
« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », n° 177, 3e trimestre
« Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », n° 177, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 177, 3e trimestre

« La mesure de l'activité des banques en France », n° 178, 4e trimestre
« Analyse de la portée des résultats du *Bank Lending Survey* au regard des données de crédit », n° 178, 4e trimestre
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire et petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », n° 178, 4e trimestre
« L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », n° 178, 4e trimestre
« La Médiation du crédit », n° 178, 4e trimestre
« Le *Contrat de service public* », n° 178, 4e trimestre
« Le droit au compte », n° 178, 4e trimestre

## Année 2010

« Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes », n° 179, 1er trimestre
« Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010 », n° 179, 1er trimestre
« Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », n° 179, 1er trimestre
« Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne », n° 179, 1er trimestre
« Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », n° 179, 1er trimestre
« La qualité de la circulation des billets – Un rôle essentiel de la Banque centrale », n° 179, 1er trimestre
« Évolution de la monnaie et du crédit en France en 2009 », n° 179, 1er trimestre

« Le comportement d'épargne des ménages en 2009 », n° 180, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2009 : réorientation des flux de financement vers les administrations publiques », n° 180, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2009 », n° 180, 2e trimestre
« Liens économiques, contagion, et la crise financière - Synthèse de la conférence BdF/PSE/FMI des 28 et 29 janvier 2010 », n° 180, 2e trimestre
« Les déterminants de la multibancarité des entreprises en France », n° 180, 2e trimestre
« Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », n° 180, 2e trimestre
« Le système de cotation de la Banque de France : un atout pour la Banque centrale et un outil pour les banques », n° 180, 2e trimestre
« Les évolutions du commerce extérieur de services de la France : une analyse par secteurs et par pays », n° 180, 2e trimestre

# Travaux d'études de l'Observatoire des entreprises

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm*

## Année 2008

« La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006 — Baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », février
« La durée d'utilisation des équipements — Résultats de l'enquête 2007 », mars
« La situation des PME de l'industrie manufacturière (PMI) : un exercice 2007 satisfaisant, mais des perspectives plus incertaines en 2008 », juillet
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 2007 », juillet

## Année 2009

« Situation financière des PME de l'industrie manufacturière — Une comparaison pour six pays européens », janvier
« La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », 1er trimestre
« Les grands traits de la situation financière des entreprises fin 2007 », 1er trimestre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3e trimestre
« La situation des PMI en 2008 : la résistance de l'activité en début d'année a limité l'impact de la récession sur les comptes », 3e trimestre
« L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », 4e trimestre
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire et petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », 4e trimestre

## Année 2010

« Entreprises cotées (PME et ETI) sur les marchés à faible capitalisation (2005-2008) », mars
« Le système de cotation de la Banque de France : un atout pour la Banque centrale et un outil pour les banques », 2e trimestre
« Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », 2e trimestre
« Les déterminants de la multibancarité des entreprises en France », 2e trimestre

# Études parues dans la Revue de la stabilité financière

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm*

## Année 2008

« Liquidité et contagion financière », n° 11, février
« Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », n° 11, février
« Liquidité de marché et stabilité financière », n° 11, février
« Dix questions à propos de la crise des prêts *subprime* », n° 11, février
« Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? », n° 11, février
« La gestion du risque de liquidité », n° 11, février
« La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », n° 11, février
« Déficits de liquidité : fondements théoriques », n° 11, février
« La liquidité sur les marchés mondiaux », n° 11, février
« L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers », n° 11, février
« Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière », n° 11, février
« Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux », n° 11, février
« L'innovation financière et la frontière de la liquidité », n° 11, février
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », n° 11, février
« Évolutions récentes de la liquidité intrajournalière dans les systèmes de paiement et de règlement », n° 11, février

« Les défis de la valorisation dans un environnement changeant », n° 12, octobre
« La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ? », n° 12, octobre
« Définir un cadre adapté au fonctionnement des marchés de capitaux modernes — Les leçons de la crise récente », n° 12, octobre
« Révision des pratiques de valorisation sur l'ensemble du cycle économique : davantage de symétrie est nécessaire », n° 12, octobre
« Valorisation et fondamentaux », n° 12, octobre
« La prise en compte des événements extrêmes pour la valorisation d'options européennes », n° 12, octobre
« Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques », n° 12, octobre
« Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », n° 12, octobre
« Réglementation, valorisation et liquidité systémique », n° 12, octobre
« Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière », n° 12, octobre
« Procyclicité des systèmes financiers : est-il nécessaire de modifier les règles comptables et la réglementation actuelles ? », n° 12, octobre
« Valorisation dans l'assurance et crise financière », n° 12, octobre
« Instiller de la transparence dans l'information financière : vers l'amélioration du cadre comptable après la crise du crédit », n° 12, octobre
« Améliorer la comptabilisation en juste valeur », n° 12, octobre

## Année 2009

« Quelle régulation financière pour l'après-crise ? », n° 13, septembre
« Le système bancaire parallèle : implications pour la régulation financière », n° 13, septembre
« Gérer la transition vers un système financier plus sûr », n° 13, septembre
« Réforme de l'architecture financière globale : un nouveau contrat social entre la société et la finance », n° 13, septembre
« L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », n° 13, septembre
« Minimiser l'impact des crises financières à venir : six points incontournables pour réformer la régulation », n° 13, septembre
« Réflexions sur l'efficacité de la régulation financière », n° 13, septembre
« Le traitement des banques en difficulté », n° 13, septembre
« *Crédit default swaps* et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ?, n° 13, septembre
« L'avenir de la régulation financière », n° 13, septembre
« L'avenir de la régulation financière » : échange de vues » n° 13, septembre
« Émergence d'une ébauche de régulation financière : défis et dynamique », n° 13, septembre
« Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ?, n° 13, septembre
« Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle », n° 13, septembre

## Année 2010

« Les CDS : quels avantages et coûts sociaux ? », n° 14, juillet
« *Fiat lux* – jetons un jour nouveau sur les marchés de produits dérivés », n° 14, juillet
« Dette publique et interactions avec les marchés dérivés : le cas européen », n° 14, juillet
« Les produits dérivés : le point de vue d'un assureur », n° 14, juillet
« CDS et stabilité financière », n° 14, juillet
« Les contrats de CDS - Innovation ou dysfonctionnement de la finance ? », n° 14, juillet
« Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », n° 14, juillet
« Les marchés dérivés de gré à gré en Inde : évolution et perspectives », n° 14, juillet
« Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les opérations peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ? », n° 14, juillet
« La finance du XXIe siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés de dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
« Une solution au problème des établissements d'importance systémique fondée sur l'organisation industrielle », n° 14, juillet
« Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités », n° 14, juillet
« Sous-collatéralisation et « réhypothécation » sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
« Silos et silences : les difficultés à déceler les problèmes liés aux instruments de crédit complexes et les implications pour l'avenir », n° 14, juillet
« Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
« *Credit default swaps* : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », n° 14, juillet
« Structure des marchés de produits dérivés de gré à gré et impact sur les revenus des grandes banques d'investissement », n° 14, juillet
« Contreparties centrales (CCP) et stabilité financière : quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène ? », n° 14, juillet
« Marché des CDS et marché obligataire : lequel devance l'autre ? », n° 14, juillet
« Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », n° 14, juillet

## Documents et débats

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm*

### Année 2009

« La crise financière », n° 2, février

### Année 2010

« De la crise financière à la crise économique », n° 3, janvier

## Focus

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/focus/focus.htm*

### Année 2008

« Bilan et perspectives des fonds souverains », n° 1, novembre
« Impact macroéconomique des crises bancaires », n° 2, décembre

### Année 2009

« Déflation ou désinflation ? », n° 3, janvier
« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », n°4, avril

## Questions actuelles

*http://www.banque-france.fr/fr/publications/questions_actuelles/questions_actuelles.htm*

### Année 2009

« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », n° 1, avril
« Les effets de la crise sur la croissance à long terme », n° 2, octobre

**❑ Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme : Fonction:
Adresse :
Code postal : Ville :
Pays :

**❑ Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme :

**« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDRP Pôle support aux relations externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à diffusion@banque-france.fr ».**

*Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.*

*La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).*

*La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.*

**Éditeur**
Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

**Directeur de la publication**
Frédéric Peyret

**Comité éditorial**
François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DEMS, DSMF, DERIE, DE, DBDP, DIRCOM

**Rédacteur en chef**
Hervé du Boisbaudry

**Secrétaire de rédaction**
Raymond Domurado

**Maquettistes et opérateurs PAO**
Nicolas Besson, Florence Derboule,
Alexandrine Dimouchy, Christian Heurtaux,
Aurélien Lefèvre, Carine Otto, Isabelle Pasquier

**Demandes d'abonnement**
Banque de France
07-1397 Service de la Documentation
et des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01

**Impression**
SIMA IVRY 25-1168

**Dépôt légal**
Septembre 2010

**Internet**
*www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm*